

שניב תעשיות נייר בע"מ

A3	דירוג ISSUE
----	-------------

הדירוג ניתן להנפקת סדרת אג"ח בהיקף של עד 70 מיליון ש"ח. בכוונת החברה לפרוע לבנקים סך של כ-20 מיליון ש"ח מתוך תמורת ההנפקה. האג"ח יועמדו לפירעון במח"מ של עד 5 שנים.

פרופיל 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-85% מסך ההכנסות לשנת 2006). 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. בשנת 2006 כ-74% מהמכירות יועדו ללקוחות בשוק המקומי (מעבדי נייר / "קונברטורים"), והיתרה יועדה לייצוא, בעיקר למדינות שכנות; (2) מוצרי נייר מוגמרים (כ-15% מסך ההכנסות לשנת 2006) הנחלקים לשתי קבוצות עיקריות: נייר טואלט ומגבות מטבח.

החברה השלימה את הקמת קו הייצור החדש למוצרים מוגמרים בשנת 2006, בהשקעה של כ-20 מיליון ש"ח, והחלה בייצור ושיווק המוצרים בחודש פברואר 2006. עיקר מכירותיה מופנות לרשתות השיווק הקמעונאיות בישראל. לחברה מפעל ייצור, משרדים ומחסנים הממוקמים באזור התעשייה באופקים, ונמצאים בבעלות החברה (חכירה ממנהל מקרקעי ישראל). החברה מעסיקה 161 עובדים נכון לסוף שנת 2006. בעלי המניות בחברה הינם חברת סנו מפעלי ברונוס בע"מ ("סנו" - מחזיקה בכ-41% מהון המניות), משפחת ברנט (כ-39%) ומשפחת לקס (כ-11%). בין משפחת ברנט ומשפחת לקס קיים הסכם משותף לגבי אחזקתם בחברה. היתרה (9%) מוחזקת בידי הציבור.

שניב - נתונים כספיים עיקריים באלפי ש"ח					
FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	
89,682	88,958	97,076	118,080	133,151	מכירות
11,161	8,947	9,842	18,243	21,530	רווח גולמי
5,530	1,553	2,067	9,455	8,325	רווח תפעולי
11,147	7,258	8,128	15,461	16,417	EBITDA
(1,362)	(128)	1,616	7,154	4,077	רווח נקי
12.4%	10.1%	10.1%	15.4%	16.2%	רווח גולמי / מכירות
6.2%	1.7%	2.1%	8.0%	6.3%	רווח תפעולי / מכירות
12.4%	8.2%	8.4%	13.1%	12.3%	EBITDA / מכירות
28,685	24,723	17,448	36,837	47,548	סה"כ חוב פיננסי
67,449	67,321	68,937	69,543	73,620	הון עצמי
52.5%	53.9%	57.1%	45.1%	42.8%	הון עצמי / סך מאזן
9,398	4,694	7,280	11,930	12,912	תזרים שוטף לפני הון חוזר
424	9,748	13,191	7,121	668	תזרים מפעילות שוטפת
(1,576)	(6,484)	(6,573)	(9,461)	(22,504)	השקעות ברכוש קבוע

מחברות:

קרן ממן

אנליסטית

kmaman@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים ומוסדות

פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.3.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

בעלות ניהול ואסטרטגיה

ניגודי אינטרסים בין בעלי מניות

שניב נמצאת בבעלות משפחות ברנט (כ-39% מהון המניות המונפק של החברה), משפחת לקס (כ-11%) וסנו, המחזיקה בכ-41%, ונמנית על מקימי החברה, יחד עם משפחות ברנט ולקס. בתחילת 2005 מונה נציג משפחת ברנט ליו"ר הדירקטוריון, וכיום משפחות ברנט ולקס הינן הדומיננטיות בפיתוח העסקי ובהכוונת החברה. סנו היא בעלת תחום פעילות זהה לזה של שניב, ומהווה מתחרה עיקרית בתחום מוצרי הנייר ההיגייני המוגמר (קונברטינג). לאחר בורות, הוחלט כי סנו תפחית מאחזקותיה בשניב, זאת לאחר שרכשה כ-8% ממניות שניב, בניגוד להסכם שנחתם עימה. בכך איבדה סנו את השליטה בחברה. בנוסף, החברה ומשפחות ברנט ולקס הגישו צו מניעה כנגד סנו על מנת למנוע את רכישת חברת "פנדה מפעלי נייר". לטענת בעלי השליטה, רכישת פנדה, העוסקת בייצור גלילי אב, הינה הפרה של ההסכם שנחתם בין שניב לסנו, בו התחייבה האחרונה שלא לעסוק במישרין או בעקיפין בייצור נייר שלא באמצעות שניב. נכון למועד הדוח, הוצא לסנו צו מניעה לרכישת פנדה.

שינויים במצבת כח האדם הניהולי והמקצועי, תוצאה של רה-ארגון ניהולי ואסטרטגי

עד לשנת 2005 נוהלה שניב על ידי יו"ר הדירקטוריון מטעם סנו. לאחר שבשנת 2005, מונה נציג משפחת ברנט ליו"ר הדירקטוריון, בוצעו שינויים משמעותיים בהנהלת החברה שכללו בין השאר את החלפת המנכ"ל, סמנכ"ל התפעול וסמנכ"ל הכספים. על סמך הנהלת החברה, מהלך החלפת הצוות הניהולי בא כחלק מגיבוש אסטרטגיה ניהולית חדשה וכצעד לקראת התרחבות פעילות החברה, תוך הקמת קו ייצור למוצרי נייר מעובדים. הצוות הניהולי החדש הינו בעל ניסיון רב שנים בתעשיית הנייר, ובעיקר בתחום קו המוצרים המוגמרים.

לתרשים המבנה הארגוני ראה נספח א'.

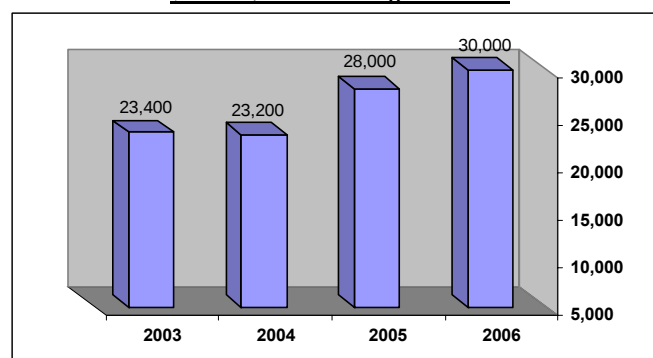
להלן רשימת בעלי התפקידים הבכירים:

שם	תפקיד
אברהם ברנט	יו"ר דירקטוריון
פסח ברנט	דירקטור חליף ליו"ר דירקטוריון
ישראל כפרי	מנכ"ל
אבי חיון	סמנכ"ל תפעול
אריה טננבאום	סמנכ"ל כספים

תהליך התייעלות בשילוב עם השקעות במערך הייצור הביאו לשיפור בתוצאות הכספיות

במהלך השנים 2005-2006 השלימה החברה תהליך התייעלות בייצור, לרבות השקעות במכונות וציוד לצורך שיפור תהליכי הייצור. שידרוג המכונות הביא הן לגידול בכושר הייצור והן לקיטון בעלויות הייצור, דבר הבא לידי ביטוי בתוצאות הכספיות של החברה בתקופה האמורה, ובעיקר בשנת 2005.

שניב: היקף ייצור נייר (בטונות)



החברה מעוניינת להמשיך בתוכנית ההתייעלות תוך השקעות נוספות בציוד שיביאו להמשך שיפור יעילות הייצור. כמו כן, החברה בוחנת הקטנת עלויות האנרגיה בייצור (בשנת 2006 היוו כ-25% מסך עלות המכר), זאת על ידי ייצור עצמי של חשמל וקיטור, באמצעות הקמת מתקן אנרגיה על בסיס גז טבעי. להערכת מידרוג ההשקעה במתקן לייצור עצמי של חשמל וקיטור צפויה להסתכם בהיקף כספי מהותי. יצוין כי הבחינה של הקמת המתקן מצויה בשלבים ראשוניים וטרם התקבלה החלטת דירקטוריון בנושא.

הרחבת פעילות ה-*Converting* והמשך השקעות במכונות וציוד

החברה רואה בייצור העצמי של המוצרים המוגמרים את מנוע הצמיחה העיקרי שלה בשנים הקרובות, ומתכננת הרחבה של קו ייצור המוצרים המוגמרים. בשנת 2006 נמכרו כ-2,000 טון מוצרים מוגמרים, וכושר הייצור המרבי של הקו הוא כ-8,500 טון. הגדלת הפעילות בתחום ייצור המוצרים המוגמרים תצריך השקעות נוספות בציוד ותשתית וכן תוביל לירידה במכירות של נייר גולמי לייצוא.

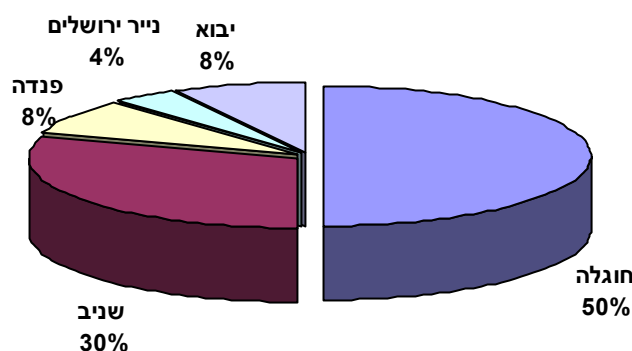
שיקולים עיקריים לדירוג

היצרנית השנייה בגודלה בתעשיית הנייר הביתי הגולמי בישראל עם נתח שוק משמעותי; הקמת קו הייצור למוצרים המוגמרים מהווה מנוע צמיחה עיקרי עבור החברה, והינה הליך התרחבות טבעי אשר משלים את שרשרת הפעילות הקיימת; פעילות הקונברטינג מאופיינת בתחרות גבוהה מצד שתי החברות השולטות, המחזיקות יחדיו במרבית נתח השוק; החברה החלה את שיווק המוצרים המוגמרים ברבעון הראשון של שנת 2006 וטרם חדרה לרשת שופרסל הגדולה בישראל; החברה תידרש להשקעות גבוהות בפרסום לצורך חדירה לרשתות השיווק הקמעונאיות אשר יקשו על שיפור המרווח התפעולי; קיימת הזדמנות לחדירה והגדלת היקפי פעילות מול הרשתות על ידי המותג הפרטי; ניגודי אינטרסים מול סנו, בעלת מניות משמעותית בחברה; תעשיית הנייר הינה עתירת הון ומאופיינת בחסמי כניסה גבוהים הכוללים השקעות גבוהות במכונות וציוד, צורך בהקמת תשתית ייצור והפצת מוצרים, התחדשות טכנולוגית המקטינים את יכולת החדירה של חברות קטנות ובינוניות לתחום; קיים יבוא לארץ במחירים תחרותיים; תלות בשיעורי הצמיחה של השוק המקומי אשר אופיינו בשיעורים נמוכים בשנים האחרונות; פוטנציאל ייצוא מוגבל עקב עלויות שינוע גבוהות; בתחום גלילי הנייר הגולמי לחברה אין תלות בלקוח בודד והיא מוכרת את תוצרתה לעשרות לקוחות; החברה מפגינה יכולת ניהול אשראי מבוקר, בין השאר, על ידי ביטוח אשראי ובטחונות שונים שבאה לידי ביטוי בהוצאות שוליות לחומ"ס בשנים האחרונות; חשיפה לתנודות במחירי חו"ג העיקריים: תאית ונייר ממוחזר; תלות במחירי החשמל והאנרגיה לאור מרכיבם הגבוה בהוצאות התפעול; תוכנית השקעה בהיקף כספי מהותי בהקמת מתקן אנרגיה לייצור עצמי של חשמל וקיטור (קוגנרציה) המבוסס על גז טבעי, וצפויה לתרום לחסכון בעלויות; חלק מתמורת הגיוס מיועדת למימון השקעה זו, ככל שיוחלט לבצעה; חשיפה מטבעית, אשר אינה מגודרת על ידי מכשירים פיננסיים; מהלך של החלפת פונקציות בכירות, צוות ניהולי חדש בעל ניסיון רב שנים בתעשיית הנייר, ובעיקר בתחום קו המוצרים המוגמרים; תהליך התייעלות, שכלל השקעות במכונות וציוד לצורך שיפור תהליכי הייצור, הביא לגידול במכירות ושיפור בשיעורי הרווחיות בשנתיים האחרונות; טרום הנפקת האג"ח, לחברה יחסי איתנות פיננסית טובים; צרכי הון חוזר גבוהים עם גידול משמעותי בשנת 2006 כתוצאה מהגידול במלאי הביא לתזרים מפעילות שוטפת CFO חלש; עם הרחבת הפעילות בתחום הקונברטינג צפויים צרכי ההון החוזר לגדול; לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת או מחייבת.

היצרנית השנייה בגודלה בתעשיית הנייר הגולמי בישראל, בפער ניכר מול יתר המתחרות

חברת שניב הינה היצרנית השנייה בגודלה בתעשיית הנייר הביתי הגולמי בישראל, בעלת כושר ייצור שנתי של כ- 31,000 טון נייר גולמי בשנה. שוק הנייר הגולמי בישראל במונחי צריכה מקומית מוערך בכ-100 אלף טון, וכ-450 מיליון ש"ח במונחים כספיים, עם גידול שנתי של כ-3%. 450 מיליון ש"ח במונחים כספיים, עם גידול שנתי של כ-3%. המתחרה העיקרית והדומיננטית הינה חוגלה קימברלי המייצרת כ-50% מצריכת השוק המקומי. מוצרי החברה נחלקים לשלושה סוגים עיקריים: נייר טישו, נייר קרפ ונייר מגבת, אשר נבדלים זה מזה בתמהיל חומרי הגלם שממנו הם מיוצרים. ללקוחות התעשייתיים בשוק קיימות חלופות שונות בין יצרניות הנייר המקומיות, כאשר באופן כללי קיימת תחלופה מלאה מבחינת איכות וכושר ייצור בין החברה לבין חוגלה, בעוד שאר המתחרות מהוות תחלופה חלקית למוצרים. בנוסף קיים יבוא מחו"ל אשר לרוב מסתמך על עודפי כושר ייצור של ספקים מחו"ל ועל מוצרים מזדמנים הכוללים מוצרים מסוג ב'.

התפלגות שוק הנייר הגולמי לשוק התעשייתי(במונחי כמויות)



* מקור: נתונים לשנת 2006 שהתקבלו מהחברה

מרכיב גבוה של מכירות ללקוחות בשוק הנייר הגולמי ("קונברטורים") תורם לפיזור לקוחות

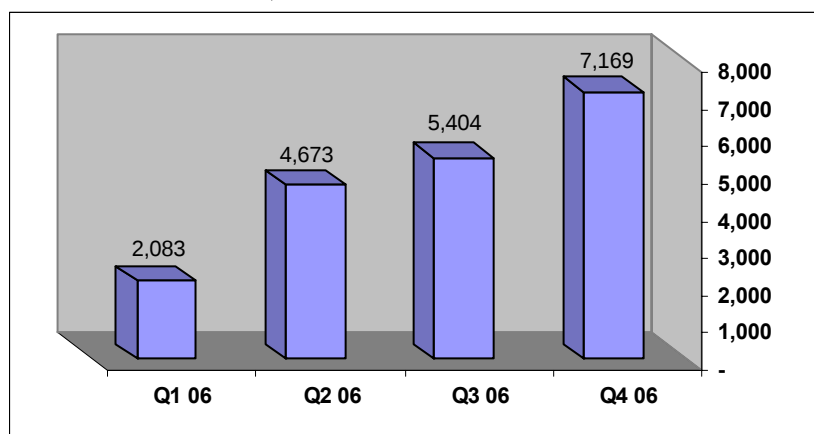
לקוחות החברה בתחום גלילי האב הינם מעבדי נייר (קונברטורים) בשוק המקומי (כ-74% מסך המכירות של נייר גולמי בשנת 2006) ובחו"ל (כ-26%). בשוק המקומי, לחברה אין תלות בלקוח בודד, והיא מוכרת את תוצרתה ללמעלה מ-60 לקוחות, כשהלקוח העיקרי מהווה כ-6% מסך ההכנסות לשנת 2006, בעוד בייצוא לחברה למעלה מ-15 לקוחות כשהעיקרי בהם מרכז כ-8% מההכנסות. בתחום מוצרי הנייר המוגמרים, שוק היעד הינו השוק הקמעונאי, הכולל בין השאר את רשתות השיווק הגדולות והמינימרקטים הפרטיים, כשמרבית מכירות החברה כיום מיועדות לרשתות השיווק העצמאיות ("הרשת הרביעית") ולרשת קו-אופ. כחלק מאסטרטגיית החברה להגדיל נתחי שוק בתחום מוצרי הנייר המוגמרים, המכירות לרשתות השיווק צפויות לגדול משמעותית ופיזור הלקוחות צפוי לקטון.

יתרון תחרותי בתחום הנייר הביתי המעובד המהווה מנוע צמיחה משמעותי

החל משנת 2006 החלה החברה בפעילות בתחום המוצרים המוגמרים למגזר הביתי. הקמת קו הקונברטינג הינה הליך התרחבות טבעי אשר משלים את שרשרת הפעילות הקיימת, מייצור גלילי אב עד המוצר הסופי, ומהווה מנוע צמיחה אסטרטגי עבור החברה, תוך ניצול הפלטפורמה הקיימת. האינטגרציה של ייצור גלילים ושל עיבוד המוצר הסופי מקנה לשניב יתרון סינרגטי משמעותי, המגדיל את גמישותה התפעולית ומתבטא במחירים תחרותיים. על סמך הערכות

החברה, תחום הקונברטינג צפוי להוות את מנוע הצמיחה העיקרי בשנים הקרובות, ועשוי להגיע להיקפים גבוהים. הרחבת תחום הקונברטינג עשויה להוביל לשיפור רווחיות החברה. בכוונת החברה להתייבב כשחקנית משמעותית בתחום הקונברטינג, הנשלט על ידי החברות סנו וחוגלה-קימברלי. פעילות הקונברטינג מאופיינת בתחרות גבוהה מצד שתי החברות השולטות, המחזיקות יחדיו במרבית נתח השוק. ראוי לציין כי בעוד המתחרה העיקרית, חוגלה קימברלי, מוחזקת על ידי מפעלי נייר אמריקאיים לישראל, יצרנית הנייר הגדולה בישראל, חברת סנו אינה עוסקת (במישרין) בייצור נייר גולמי. טענה זו של שניב עומדת במרכזו של עימות משפטי בין החברה לבין סנו (להרחבה ראה בפרק בעלי המניות).

שניב: התפתחות המכירות (באלפי ש"ח) בתחום הקונברטינג על פי רבעונים



מקור: נתוני החברה

חסמי כניסה גבוהים בשני תחומי הפעילות

תעשיית הנייר הינה עתירת הון ומאופיינת בהשקעות גבוהות במכונות וציוד, כמו גם בהקמת תשתית ייצור והפצת מוצרים. כמו כן, ההתחדשות הטכנולוגית המאפיינת את התחום, מצריכה השקעות גבוהות בשיפור ושידרוג קווי הייצור. חסמי כניסה אלו מקטינים את יכולת החדירה של חברות קטנות ובינוניות לתחום. עם זאת, קיים יבוא לארץ במחירים תחרותיים כתוצאה מהעובדה שתעשיית הנייר העולמית נוהגת לייצא את עודפי הייצור במחירים נמוכים יחסית ובתמחור שולי (כתוצאה מעלויות קבועות גבוהות).

איתנות פיננסית טובה

נכון ליום 31.12.2006 הסתכם החוב הפיננסי של שניב בכ-48 מיליוני ש"ח, כ-28% מסך המאזן, זאת לעומת רמת חוב של כ-37 מיליוני ש"ח, כ-24% מסך המאזן ליום 31.12.2005. העלייה בהיקף החוב הפיננסי בשנת 2006 נועדה לצורך מימון ההשקעה הגבוהה באותה שנה בהקמת קו הייצור של הקונברטינג. יחס ההון העצמי לסך מאזן עמד על כ-43% ליום 31.12.2006 ונחשב גבוה, תוצאה של רווחים צבורים ואי חלוקת דיבידנד.

ניהול סיכונים אשראי מבוקר

מכירות החברה מתבצעות ברובן באשראי ללקוחותיה בשוק המקומי ובח"ל, כאשר כ-25% מיתרת הלקוחות מבוטחת במסגרת ביטוח אשראי, כ-15% מובטח בין השאר ב-CAD, LC, שעבודים וערבויות, והיתרה (כ-60%) הינה המחאות לגבייה. על סמך הנהלה החברה, עם הגידול במכירות לרשתות השיווק הקמעונאיות, כחלק מתהליך ההתרחבות בתחום מוצרי הנייר המוגמרים, בכוונתה להרחיב את ביטוח האשראי גם על לקוחות אלה. להערכת מידרוג, החברה מפגינה יכולת ניהול אשראי מבוקר שבאה לידי ביטוי בהוצאות שוליות לחומ"ס בשנים האחרונות.

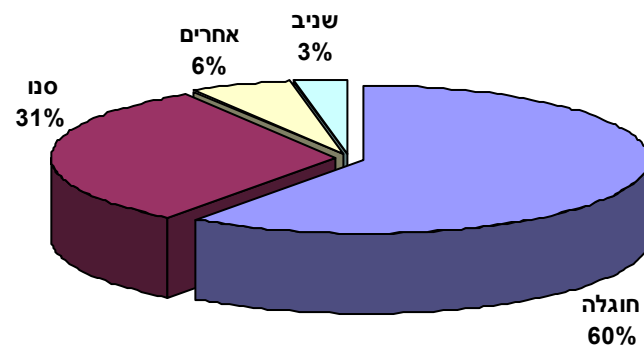
תלות גבוהה במחזוריות הכלכלית בישראל

מרבית הייצור וההכנסות של החברה מיועדות לשוק המקומי – הן ברמת הלקוחות והן ברמת המשתמשים הסופיים. תחום מוצרי הנייר מאופיין במוצרים בסיסיים שהביקוש להם נגזר מהיקף הפעילות בתחום, מגודל האוכלוסייה, רמת החיים, מתוחלת החיים ורמת הצריכה הפרטית. לחברה פעילות קטנה יחסית בייצוא נייר גולמי, בעיקר למדינות שכנות, אך פעילות זו צפויה לקטון בשנים הקרובות עם הפניית חומרי הגלם המיוצרים לשימוש פנימי, זאת על סמך אסטרטגיית הגידול של החברה בתחום הקונברטינג.

החברה צפויה להתמודד מול תחרות חריפה בתחום מוצרי הנייר המוגמרים ותידרוש להשקעות גבוהות בפרסום לצורך חדירה לרשתות השיווק הקמעונאיות

בתחום מוצרי הנייר המעובדים קיימת תחרות קשה, הנובעת משני מתחרים גדולים וחזקים, המרכזים נתחי שוק משמעותיים, תוך השקעת מאמצי שיווק ומיתוג גבוהים. בשנים האחרונות אף ניכרת מגמת החרפה בתחום הפעילות הנובעת ממאבק בלתי פוסק בין המתחרים על שמירת נתחי שוק קיימים והשגת נתחי שוק חדשים. שוק הנייר הביתי בישראל נחלק לשני מגזרים עיקריים: 1. המגזר הביתי (At Home) המוערך בהיקף של כ-58,000 טון לשנה, וכ-650 מיליון ש"ח במונחי מכירות. 2. המגזר המוסדי (Away from home) המוערך בהיקף של כ-42,000 טון לשנה. החברה מעוניינת להתמקד במכירותיה למגזר הביתי הכולל את רשתות השיווק והקמעונאים ומאופיין בתחרות גבוהה מול חוגלה-קימברלי וסנו הממוותגות. בנוסף, על החברה להתמודד על החדרת מותגים ורכישת שטחי מדף מול רשתות השיווק הגדולות. יחד עם זאת, החברה רואה בהתרחבות המותג הפרטי הזדמנות לחדירה לקטגוריות פעילות חדשות והגדלת היקפי פעילות מול הרשתות.

התפלגות מכירות (במונחי כמויות) של מוצרים מוגמרים בתחום הביתי

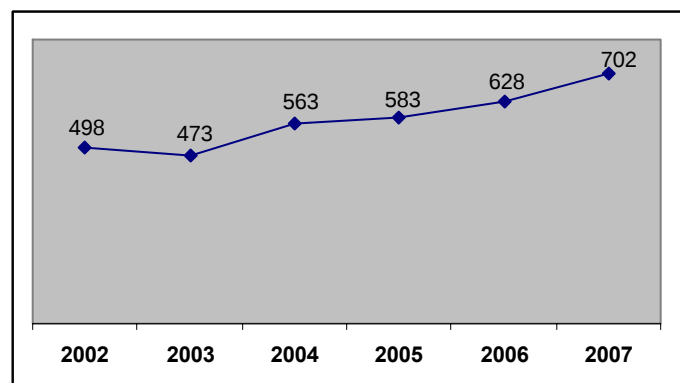


*על סמך נתונים שנתקבלו מהחברה, נכון לשנת 2006.

חשיפה לתנודות במחירי חו"ג העיקריים: תאית ונייר ממוחזר

חומרי הגלם מהווים מרכיב מרכזי בהוצאות הייצור של החברה והיוו כ-61% מעלות המכר לשנת 2006. חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה הינם תאית ונייר ממוחזר, אם כי בשנים האחרונות גדל השימוש בתאית כחומר גלם, הנחשב לאיכותי יותר. התאית הינה Commodity שמחירו מושפע מתנודות מחירים בשוקי הסחורות בבורסות העולם. במחירי הנייר הממוחזר לא היו שינויים מהותיים בחמש השנים האחרונות, עם זאת, מחירה של התאית עלה בהתמדה (ראה גרף). ראוי לציין כי מאחר ומדובר בשינויי מחיר גלובליים, המשפיעים על הענף כולו מחירי המחירים לצרכנים וללקוחות מתעדכנים בהתאם. החברה רוכשת את מרבית הנייר הממוחזר (כ-70%) מחברת אמניר, בעוד היתרה נרכשת מחברות מחו"ל (אין הגבלת ייבוא). החברה מייבאת תאית על פי הסכמי רכישה עם מספר חברות מהמובילות בעולם.

התפתחות מחירי התאית במונחי \$ לטון



מרכיב גבוה של הוצאות אנרגיה בהוצאות התפעול של החברה

הפעילות בתעשיית הנייר הינה עתירת אנרגיה ועל כן מושפעת ממחירי הדלק והחשמל. העלאה גבוהה במחירי הדלק והחשמל עלולה לפגוע משמעותית ברווחיות החברה. לאור המרכיב הגבוה של הוצאות אנרגיה בהוצאות התפעול, בוחנת החברה הקמה של תחנת כח לייצור חשמל וקוטור (קוגנרציה) המבוססת על גז טבעי לייצור ואספקה של צרכי החברה. הקמת המתקן כרוכה בהשקעה כספית משמעותית, ועשויה לתרום במידה מהותית לחסכון בעלויות האנרגיה.

חשיפה לשינויים בשער הדולר והיורו

לחברה חשיפה מטבעית הנובעת מאשראי לקוחות בחו"ל במטבע הדולר או באירו ומהתחייבויות לספקי חומרי גלם מחו"ל אף הם במטבעות הדולר והאירו, בעוד מרבית מכירותיה מתבצעות בארץ במטבע השקלי. החברה אינה מגדרת את החשיפה המטבעית באמצעות עסקות הגנה על ידי מכשירים פיננסיים נגזרים.

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת או מחייבת ועד היום לא חילקה דיבידנד מהותי. לחברה יתרת עודפים ראויים לחלוקה, אשר נכון ליום 31.12.2006 הסתכמו לסך של כ-41 מיליון ש"ח. בשלב הנוכחי אין תוכנית ספציפית לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות.

אופק הדירוג

גורמים שעשויים לשפר את הדירוג:

- גידול בהכנסות ושיפור פרמננטי ברמת הרווחיות תוך התייעלות בייצור.
- שיפור משמעותי בתזרימי המזומנים גם כתוצאה מתוכנית ההשקעות של החברה.

גורמים שעלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה בשיעורי הרווחיות ותזרימי המזומנים.
- חלוקת דיבידנדים תוך פגיעה באיתנות הפיננסית של החברה.
- אי עמידה בתחזית ההכנסות והרווח מקו הקונברטינג.

ניתוח פיננסי

צמיחה בהכנסות בשנתיים האחרונות שנבעה מגידול מהותי בכושר הייצור ביחד עם עליית מחירים

בשנת 2006 הסתכמו ההכנסות לכ-133 מיליון ש"ח, גידול של כ-13% לעומת שנת 2005 אז נרשם גידול של כ-22%. הצמיחה הדו ספרתית בהכנסות בשנתיים האחרונות נובעת בחלקה מגידול כמותי במכירות ובחלקה מעלייה במחירי המכירה. היקף הייצור של החברה עלה מכ-23,000 טון בשנת 2004 לכ-30,000 טון בשנת 2006, גידול של כ-30%, תוצאה של תוכנית הרחבה שכללה השקעות במכונות ושידרוג הציוד. כמו כן, הכניסה לפעילות בתחום הקונברטינג בשנת 2006, עם הקמת קו הייצור החדש, תרמה את מרבית הגידול בהכנסות, בסך של כ-19 מיליון ש"ח באותה שנה. בנוסף לכך, בשנתיים האחרונות חלה עליית מחירים בעיקר של תוצרת גמורה המיוצרת מתאית (במקביל לעלייה במחיר הגלם) בשיעור של כ-8% בשנת 2006, בהמשך לעלייה של כ-10% בשנת 2005.

באלפי ש"ח	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006
מכירות והכנסות	89,682	88,958	97,076	118,080	133,151
רווח גולמי	11,161	8,947	9,842	18,243	21,530
הוצאות מכירה ושיווק	3,095	4,281	4,557	5,101	8,056
הוצאות הנהלה וכלליות	2,536	3,113	3,218	3,687	5,149
רווח (הפסד) תפעולי	5,530	1,553	2,067	9,455	8,325
EBITDA	11,147	7,258	8,128	15,461	16,417
הוצאות מימון	1,070	1,964	1,069	2,201	2,813
הכנסות (הוצאות) אחרות	(4,510)	227	389	319	-
מיסים (הטבת מס)	1,312	(56)	(229)	*419	1,435
רווח (הפסד) נקי לתקופה	(1,362)	(128)	1,616	7,154	4,077
שיעור השינוי במכירות	17%	(1%)	9%	22%	13%
שיעור רווח גולמי	12.4%	10.1%	10.1%	15.4%	16.2%
שיעור הוצ' מכירה ושיווק	3.5%	4.8%	4.7%	4.3%	6.1%
שיעור הוצ' הנהלה וכלליות	2.8%	3.5%	3.3%	3.1%	3.9%
שיעור רווח תפעולי	6.2%	1.7%	2.1%	8.0%	6.3%
שיעור EBITDA	12.4%	8.2%	8.4%	13.1%	12.3%
שיעור הוצאות מימון	1.2%	2.2%	1.1%	1.9%	2.1%

*הקטנת יתרת המסים הנדחים בהיקף של כ-1.7 מיליון ש"ח בשנת 2005, בשל הפחתת שיעורי המס העתידיים במסגרת הרפורמה במס, הובילה להקטנת ההוצאה על מס באותה שנה, בהשוואה לשנת 2006.

הגידול במכירות ותוכנית ההתייעלות שיישמה החברה במהלך השנים 2005-2006 הובילו לשיפור שיעורי

הרווחיות

החברה הציגה שיפור משמעותי במרווח הגולמי בשנת 2005, כאשר באותה שנה שיעור הרווח הגולמי עמד על כ-15% זאת לעומת כ-10% בשנים 2003-2004. בשנת 2006 המשיכה מגמת השיפור ברווחיות הגולמית אשר עמדה על כ-16%. השיפור ברווח הגולמי נבע מתוכנית ההתייעלות שבצעה החברה בין השנים 2004-2005 במערך התפעול, וכללה בין היתר השקעות במכונות ושידרוג הציוד הקיים, צעד שהוביל להגברת כושר הייצור, ליעול תהליכי עבודה ולקישון בצריכת חומרי הגלם.

החברה צופה כי הגדלת הייצור והמכירות בקו הקונברטינג, בחלקה על חשבון מכירת נייר גולמי, עשויה לתרום לשיפור הרווח הגולמי, מאחר והמוצרים המוגמרים מגלמים שיעורי רווחיות גבוהים בהשוואה לנייר הגולמי. עם זאת, הפעילות בתחום הקונברטינג, הנתמכת בהשקעות גבוהות בפרסום, הביאה לגידול בהוצאות המכירה והשיווק אשר היוו כ-6% בשנת 2006 זאת לעומת כ-4% בשנת 2005. העמקת הפעילות בתחום הקונברטינג תחייב המשך הוצאות גבוהות יחסית בפרסום ושיווק, דבר שיקשה על שיפור המרווח התפעולי. הגידול בהוצאות המכירה והשיווק לצד גידול

בהוצאות המימון הובילו בשנת 2006 לירידה ברווח לפני מס, בהשוואה לשנת 2005 בסך של כ-1.0 מיליון ש"ח. בהשוואת הרווח הנקי בין השנים 2006 ו-2005 יש להביא בחשבון את הירידה במסים הנדחים בשנת 2005, שהקטינה את ההוצאה האפקטיבית למס באותה שנה. בשנת 2006 נהנתה החברה מהפחתת שיעורי המס בשיעור של 31% לעומת 34% בשנה הקודמת.

גידול משמעותי במלאי תוצרת גמורה הביא לעלייה בצרכי ההון החוזר

בשנת 2005 הציגה החברה שיעור צרכי הון חוזר להכנסות של כ-19%, אשר נחשב לסביר יחסית לחברות תעשייתיות בכלל וביחס לענף הנייר בפרט. בשנת 2006 גדלו משמעותית צרכי הון חוזר ועמדו על כ-26% מסך ההכנסות אך עדיין נחשבים סבירים ביחס לענף. הסיבה לגידול בצרכי ההון החוזר בשנת 2006 נובעת בעיקר מהגידול במלאי תוצרת גמורה של תאית, שבאה לידי ביטוי בגידול משמעותי בימי מלאי, מכ-58 ימי מלאי נכון ליום 31.12.2005 לכ-113 ימי מלאי ליום 31.12.2006. הגורם לגידול במלאי תוצרת גמורה מתאית הינו הקטנה יזומה של מכירות לייצוא, כתוצאה מירידת מחירים בשוק הטורקי (שהינו השוק העיקרי לייצוא), ביחד עם הגידול בכושר הייצור שהביא לעודפי ייצור גדולים יותר מבעבר. עם הפניית התוצרת הגמורה לפעילות הקונברטינג צפוי לקטון המלאי משמעותית כבר בשנת 2007.

שניב: יחסי נזילות ויעילות תפעולית

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	
27.1%	19.9%	18.8%	25.8%	צרכי הון חוזר להכנסות
1.0	1.5	1.1	1.2	יחס שוטף
0.7	1.0	0.8	0.6	יחס מהיר
109	92	96	102	ימי לקוחות
67	57	58	113	ימי מלאי
75	68	75	110	ימי ספקים
0%	0.5%	8.0%	0.7%	מזומן מסך מאזן

יחסי איתנות פיננסית גבוהים. גידול משמעותי בהלוואות לז"א נרשם בשנה החולפת ומימן בעיקר את ההשקעות ברכוש קבוע

נכון ליום 31.12.2006 הסתכם החוב הפיננסי של שניב בכ-48 מיליון ש"ח, כ-28% מסך המאזן, זאת לעומת רמת חוב של כ-37 מיליון ש"ח, כ-24% מסך המאזן ליום 31.12.2005. העלייה בהיקף החוב הפיננסי בשנת 2006 נועדה לצורך מימון ההשקעה הגבוהה באותה שנה בהקמת קו הייצור של הקונברטינג. יחס ההון העצמי לסך מאזן עמד על 42.8% ליום 31.12.2006 ומצביע על איתנות טובה. לחברה מקרקעין בבעלותה המשועבדים במלואם לבנקים. מסגרת האשראי הכוללת (משני בנקים) נכון ליום הדוח עומדת על כ-75 מיליון ש"ח, ממנה מנוצל כ-65%. בנוסף על החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות מול בנק לאומי ודיסקונט: 1. שמירה על הון עצמי שלא יפחת מ-50 מיליון ש"ח, ויחס הון עצמי לסך מאזן שלא יפחת מ-30%. 2. רווח תפעולי (לפני הוצאות מימון, מיסים ותוספת פחת והפחתות) לחלק להוצאות מימון וחלויות שוטפות שגדול מ-1.2. נכון למועד כתיבת הדוח, החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות.

תמצית מאזן

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	באלפי ש"ח
9	645	12,293	1,177	מזומנים ושווי מזומנים
26,466	24,452	30,941	37,273	לקוחות
3,256	3,479	1,412	1,371	חייבים ויתרות חובה
14,599	13,611	15,760	34,675	מלאי
80,468	78,439	92,725	96,305	רכוש קבוע
120	180	1,046	1,231	רכוש אחר
124,918	120,806	154,177	172,032	סך נכסים
24,723	5,951	27,754	22,934	אשראי ז"ק מבנקים
16,359	16,304	31,534	33,602	ספקים ונותני שירותים
3,835	5,903	5,362	5,355	זכאים ויתרות זכות
-	11,497	9,083	24,614	הלוואות לז"א מבנקים
12,680	12,214	10,901	11,907	מיסים נדחים
67,321	68,937	69,543	73,620	הון עצמי
124,918	120,806	154,177	172,032	סך התחייבויות והון

חוב פיננסי ויחסי איתנות

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	באלפי ש"ח
24,723	5,951	27,754	22,934	אשראי מבנקים לז"ק
-	11,497	9,083	24,614	הלוואות לז"א
24,723	17,448	36,837	47,548	סך חוב פיננסי
53.9%	57.1%	45.1%	42.8%	הון עצמי / סך מאזן
19.8%	14.4%	23.9%	27.6%	חוב פיננסי / מאזן
23.6%	17.7%	31.4%	35.7%	חוב פיננסי / CAP

תזרימי המזומנים החזקים מפעילות FFO ביחד עם הגידול בחוב הפיננסי לבנקים, מימנו את ההשקעות

הגבוהות בצידוד והגידול בצרכי ההון החוזר בשנים 2005-2006

לאורך השנים מציגה החברה תזרימי מזומנים חזקים יחסית ויציבים מפעילות שוטפת. העלייה בתזרימי המזומנים מפעילות (FFO), אשר הסתכמו בשנת 2006 לכ-13 מיליון ש"ח לעומת כ-12 מיליון ש"ח בשנת 2005, נבעה בעיקר מהגידול ברווחיות יחד עם העלייה בהכנסות בתקופה האמורה. התזרים החלש מפעילות שוטפת שהציגה החברה בסוף שנת 2006 נבע מהגידול המשמעותי בצרכי ההון החוזר, ובעיקר מהעלייה במלאי באותה שנה.

האשראי הבנקאי בשנים 2005-2006 שימש בעיקר למימון הגידול בצרכי ההון החוזר, ולמימון ההשקעה הגבוהה בהקמת קו הייצור החדש. בנוסף, בשנת 2005 ביצעה החברה רכישה עצמית של מניות בסך של כ-6.7 מיליון ש"ח מידי המנכ"ל שפרש באותה שנה. התרחבות פעילותה והמשך מגמת הצמיחה בתחום הקונברטינג תצריך מהחברה השקעות נוספות בצידוד, במערך שיווק והפצה ובהון חוזר אשר ימומנו מכספי ההנפקה. כמו כן לחברה תוכנית המצויה בשלבים ראשוניים להקמת מתקן לייצור עצמי של חשמל וקיטור בהיקף השקעה משמעותי.

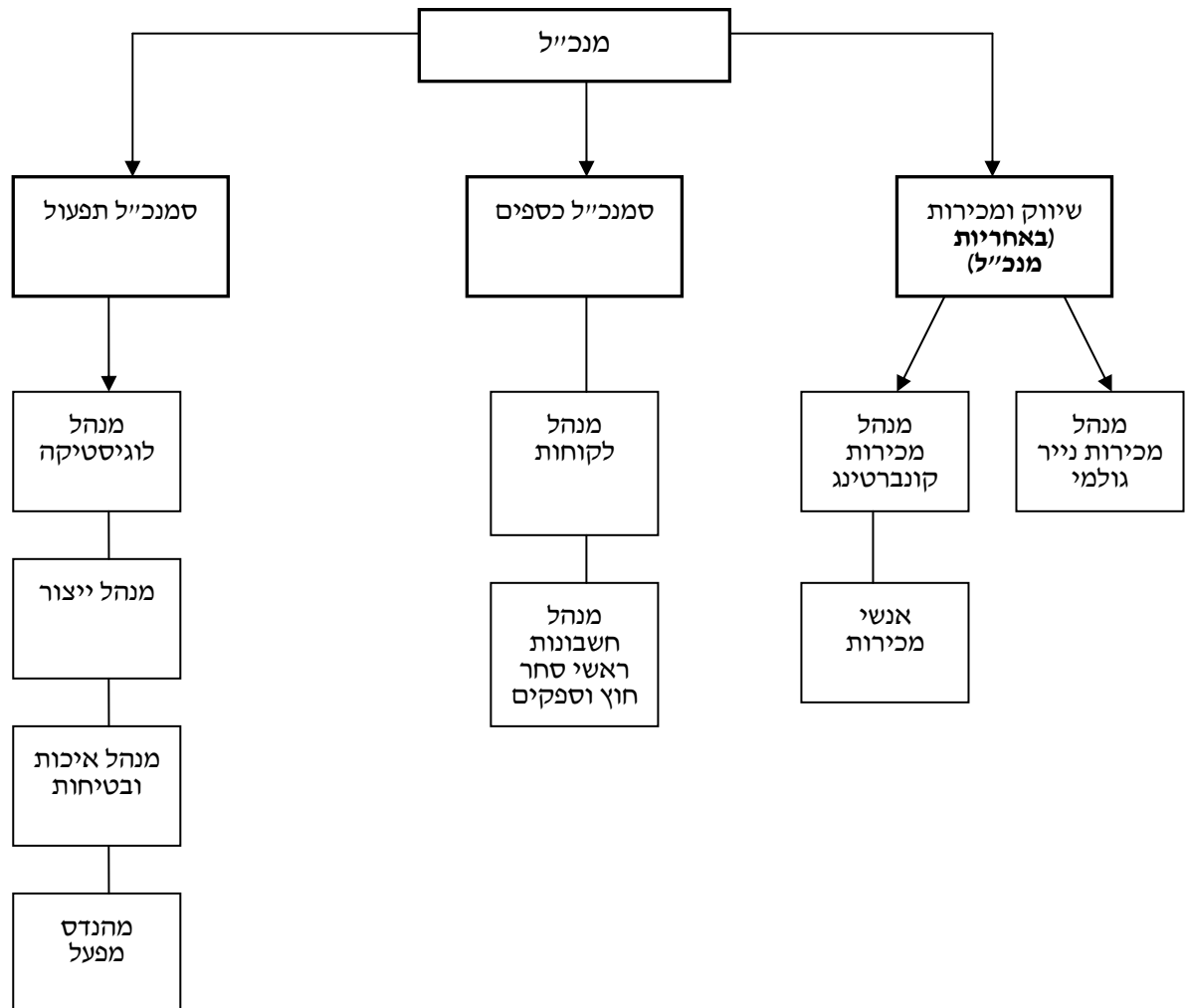
דוח מקורות ושימושים

באלפי ש"ח	FY 2006	FY 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
תזרים מפעילות שוטפת (לפני הון חוזר)	12,912	11,930	7,280	4,694	9,398
ירידה בצרכי הון חוזר	-	-	5,911	5,054	-
קבלת אשראי והלוואות	26,000	21,519	14,000	306	4,659
קיטון ביתרות המזומנים	11,116	-	-	-	-
אחר	-	1,721	1,295	-	58
סך מקורות	50,028	35,170	28,486	10,054	14,115
עלייה בצרכי הון חוזר	12,244	4,809	-	-	8,974
השקעה ברכוש קבוע	22,504	9,461	6,573	6,484	1,576
רכישת מניות ופעילות עסקית	-	6,749	-	-	-
פרעון אשראי והלוואות	15,280	2,503	21,277	3,561	3,565
גידול ביתרות מזומנים	-	11,648	636	-	-
סך שימושים	50,028	35,170	28,486	10,054	14,115

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

באלפי ש"ח	FY 2006	FY 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
FFO	12,912	11,930	7,280	4,694	9,398
CFO	668	7,121	13,191	9,748	424
CFO-CAPEX	(21,836)	(2,340)	6,618	3,264	(1,152)
חוב פיננסי ל- FFO	3.7	3.1	2.4	5.3	3.1
חוב פיננסי ל- CFO	71.2	5.2	1.3	2.5	67.7
חוב פיננסי ל- CFO-CAPEX	Neg	Neg	2.6	7.6	Neg
חוב פיננסי ל- EBITDA	2.9	2.4	2.1	3.4	2.6

בשנת 2006 נרשם גידול בצרכי ההון החוזר של החברה כתוצאה מהסטת תפוקת קו הייצור של הנייר הגולמי לשימוש בקו הקונברטינג שתרמה לעלייה בימי המלאי, וכן מהתחלת פעילות מול רשתות השיווק בתחום מוצרי הנייר לשימוש בייתי אשר גרמה לעלייה בימי הלקוחות. החברה צופה כי במהלך שנת 2007, עם המשך הרחבת הפעילות בקו הקונברטינג, תרד יתרת המלאי. עם זאת, ימי הלקוחות צפויים להיוותר גבוהים, זאת בשל הגידול בהיקף הפעילות מול רשתות השיווק. ההשקעות ברכוש קבוע (Capex) בין השנים 2005-2006 משקפות בעיקר את ההשקעות בקו הקונברטינג, כאשר ה-Capex המייצג, צפוי בשנים הקרובות לעמוד על סך של כ-7 מיליון ש"ח בשנה. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת או מחייבת ועד היום לא חילקה דיבידנד. לחברה יתרת עודפים ראויים לחלוקה, אשר נכון ליום 31.12.2006 הסתכמו לסך של כ- 41 מיליון ש"ח. בשלב הנוכחי לחברה אין תוכנית ספציפית לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
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-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
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.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CIS01030770M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2007

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכנו או שינוי 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.