



אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב | נובמבר 2015

אנשי קשר:

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט
yonatano@midroog.co.il

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



אמנת ניהול ומערכות בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2.il באופק יציב למסגרת אגרות חוב בסך של עד 30 מיליון ש"ח, שעשויה לגייס אמנת ניהול ומערכות בע"מ ("אמנת" או "החברה").

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באיתנות הפיננסית הטובה של החברה, המבוססת על רמת מינוף נמוכה, רמת נזילות גבוהה, מיצוב עסקי גבוה בחלק מתחומי הפעילות ומוניטין חיובי שנצבר לאורך עשרות שנות פעילות. לחברה סינרגיה וקשרי גומלין בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה, עובדה התורמת למיצובה העסקי וליתרונה התחרותי, פיזור לקוחות רחב מכל ענפי המשק, בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי ומס' רב של פרויקטים. אמנת מציגה צמיחה אורגנית עקבית בהכנסותיה, לצד רווחיות נמוכה בשני מגזרי הפעילות העיקריים.

החברה שומרת על צבר הזמנות בהיקף גבוה יחסית, כאשר יחס צבר ההזמנות להכנסות נע סביב 1.1-1.3 (על בסיס איחוד יחסי), יחס גבוה המצביע על נראות הכנסות גבוהה לטווח הזמן הקצר, ועל קיומה של תשתית לפעילות ולצמיחה מתונה בהמשך. להערכת מידרוג, החברה צפויה לשמור על היקף הצבר, כאשר בטווח הזמן הקצר היקפו עשוי לגדול בשל אישור תקציב המדינה.

ענף טכנולוגיות המידע (IT) מוערך על-ידי מידרוג כבעל רמת סיכון בינונית נוכח מתאם חיובי גבוה למחזוריות הכלכלית ונטייה לפגיעה חדה יותר בתקופות מיתון נוכח דחיית השקעות, כמו גם תחרות גבוהה, מבנה הכנסות מבוסס פרויקטים, לרוב לטווח קצר, רווחיות בינונית בתחום התוכנה וחשיפה לשינויים טכנולוגיים. תחום הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה מורכב מתחומי פעילות רבים, ועל כן קשה לכמת את הסיכון הענפי במגזר זה. פיזור הפרויקטים הרחב ומשכן הארוך יחסית של ההתקשרויות מהווים פקטור חיובי וממתנים את פרופיל הסיכון לצד התקשרויות מבוססות מרכז ורווחיות בינונית ברוב תחומי הפעילות.

מגזר המחשוב והתוכנה ("מגזר המחשוב") מציג, החל מתחילת 2014, צמיחה מרשימה התורמת לפיזור ההכנסות של הקבוצה. מאמצי התייעלות בחברת טסנת לצד הפיכתה לחברה פרטית וכן שיפור תנאי מרכז החשכ"ל הובילו לשיפור משמעותי ברווחיות מגזר המחשוב אם כי זו עודנה נמוכה בהשוואה ענפית.

מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ("מגזר הייעוץ") בו החברה נהנית ממיצוב עסקי גבוה, שומר על היקף פעילותו, חרף העיכוב באישור תקציב המדינה. בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של 2015 נשחקה רווחיות המגזר, בעיקר בשל שחיקה בפעילות חברה כלולה של אמנת הפועלת בתחום הייעוץ. השיפור ברווחי מגזר המחשוב הגדילה את חלקו של המגזר ברווח התפעולי הכולל של החברה, שנשענה עד כה בעיקר על רווחי מגזר הייעוץ ותורם לפיזור ההכנסות ומקורות הרווח.

גורמי הסיכון העיקריים להם חשופה החברה כוללים את אופייה הפרויקטאלי (גורם סיכון אינהרנטי לענפי הפעילות של החברה) והיותה חברה בסדר גודל קטן, עובדה המעצימה את הסיכון הנובע מאופייה הפרויקטאלי של הפעילות, מגבילה את היכולת להתמודד עם פרויקטים הפסדיים ושינויים מחזוריים בהיקפי הפרויקטים ומגבירה את תגודתיות הרווח התפעולי.

איתנותה הפיננסית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה, והיא נשענת על יכולת ייצור מזומנים סבירה ויציבה יחסית אל מול היקף חוב זניח כיום. מנגד רמת הרווחיות החלשה ותזרימי המזומנים הצרים מגבילים את רמת הדירוג. תוספת חוב בהיקף של עד 30 מיליון ש"ח צפויה להגדיל את רמת המינוף ולהאט את יחסי הכיסוי, אולם אלו יישארו בטווח ההולם את הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג צופה כי החברה תסיים את שנת 2015 בשיעור צמיחה גבוה יחסית לצמיחה המתונה המאפיינת את החברה על רקע הגידול המשמעותי בפעילות סיסנת. השחיקה ברווחיות מגזר הייעוץ "קוזזה" בשיפור שנרשם במגזר המחשוב, ואינה צפויה להשפיע באופן מהותי, בטווח הזמן הקצר, על היקף תזרים המזומנים של החברה. בטווח אופק הדירוג, תרחיש הבסיס מעריך צמיחה מתונה ממקורות אורגאניים בשיעור הנע סביב 3% (על בסיס איחוד יחסי), בין היתר, על בסיס הסביבה המאקרו-כלכלית וצבר ההזמנות הנוכחי של החברה.

נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	H1 2014	H1 2015	
258	270	283	293	141	163	סך הכנסות
1	3	3	6	1	5	רווח תפעולי (לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות)
0.5%	1.2%	1.0%	2.2%	0.9%	3.1%	רווח תפעולי (%)
7	8	8	7	3	1	חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
9	7	10	12	5	5	רווח (הפסד) נקי
180	187	204	171	184	167	סך נכסים במאזן
9	11	10	8	9	3	חוב פיננסי
47	57	59	23	22	23	יתרות נזילות
49%	48%	45%	54%	50%	56%	סך הון החברה לסך מאזן (%)
8	6	5	4	2	2	דיבידנדים שהתקבלו מחברות כלולות

נתוני מגזרי פעילות עיקריים, מיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	H1 2014	H1 2015	תחום ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה*
202	227	220	229	117	115	הכנסות
10.7	14.7	13.0	11.2	4.5	1.7	רווח תפעולי
5.3%	6.4%	5.9%	5.9%	3.8%	1.5%	יחס רווח תפעולי להכנסות

2011	2012	2013	2014	H1 2014	H1 2015	תחום מחשוב ותוכנה
169	172	188	195	87	112	הכנסות
2.2	**2.5	3.7	8.5	3.3	5.5	רווח תפעולי
1.3%	1.4%	1.9%	4.4%	3.8%	4.9%	יחס רווח תפעולי להכנסות

* לרבות נתוני חברות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני.
** בניכוי הפחתת מוניטין שבוצעה בחברת טסנת בדיקות תוכנה בע"מ בסך 3.5 מיליון ₪.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

חברה בסדר גודל קטן בתחומי פעילות המאופיינים בסיכון בינוני

אמנת פועלת במספר רב של תחומי פעילות, כאשר מחצית מהכנסות החברה מקורן במגזר מחשוב ותוכנה ומחצית השנייה מקורה במגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה.

ענף טכנולוגיות המידע (IT) מוערך על-ידי מידרוג כבעל רמת סיכון בינונית. הענף מאופיין, בין היתר, במתאם חיובי גבוה למחזוריות הכלכלית (אם כי הענף נוטה לפגיעה חדה יותר בתקופות מיתון נוכח דחיית השקעות), חסמי כניסה בינוניים



בתחום התוכנה ונמוכים בתחום התשתיות, מבנה הכנסות מבוסס פרויקטים, לרוב לטווח קצר, לצד רכיב משתנה של הכנסות "חוזרות" מתחזוקה ועדכון, רווחיות בינונית בתחום התוכנה, חשיפה לשינויים טכנולוגיים והתיישנות מוצר, צמיחה פנימית מתונה והישענות על מיזוגים ורכישות.

מגזר המחשוב כולל מס' תחומי פעילות בהם מחזיקה החברה נתחי שוק נמוכים, ובעיקר יעוץ ופיתוח תוכנה ומערכות מידע (באמצעות חברת הבת סיסנת תכנה בע"מ), בדיקות והבטחת איכות תוכנה (באמצעות חברת טסנת בדיקות תכנה בע"מ, להלן: "טסנת") ופיתוח והטמעה של מערכות ERP (באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994, שאמנת מחזיקה, בשרשור, בכ- 70% ממניותיה, להלן: "תדיעד"). במהלך שנת 2014, השלימה החברה את רכישת חלק המיעוט בחברת טסנת והפיכת האחרונה לחברה פרטית בבעלות אמנת. מהלך זה, לצד מהלכי התייעלות נוספים, תרמו לרווחיות טסנת ולשיפור בביצועי מגזר המחשוב בכללותו.

במגזר הייעוץ, בו עוסקת החברה בתחומי הייעוץ, ניהול פרויקטים, מתן שירותים לוגיסטיים במיקור חוץ וכן בתחום שילוט חוצות באמצעות חברת ברעם פרסום מקורי בע"מ ("ברעם"), היא נהנית ממיצוב עסקי גבוה, הודות לסינרגיה בין תחומי הייעוץ השונים, והיכולת לייעץ לפרויקטים גדולים לאורך מספר שלבים ובתחומים שונים. לצד תחומי פעילות מגוונים, מגזר הייעוץ מאופיין גם בריבוי פרויקטים, ובכלל זאת, ניהול מערך בחינות הבגרות עבור משרד החינוך, סריקת מסמכים ותכניות עבור משרד המשפטים, ומצלמות מהירות ורמזור עבור משרד התחבורה. פעילות הייעוץ מוטה כלפי לקוחות המגזר הציבורי ומאופיינת בביקושים יציבים יחסית. פיזור הפרויקטים הרחב, משכן הארוך יחסית של העסקאות וצרכי השקעה נמוכים מהווים פקטור חיובי בפרופיל הסיכון.

ניסיונה רב השנים והמוניטין החיובי של החברה בתחומי הפעילות, בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי, לצד הסינרגיה וקשרי הגומלין בין תחומי הפעילות המגוונים של החברה מאפשרים לה להציע ללקוחותיה פתרונות משלימים, מקנים לחברה יתרון יחסי ותורמים למיצובה העסקי. עם זאת, לאור נתחי השוק הנמוכים של החברה, ריבוי התקשרויות על בסיס מכרז, בעיקר במגזר הציבורי, ותחרותיות גבוהה במרבית תחומי הפעילות משפיעים לשלילה על גמישות המחיר של החברה ורווחיותה. לחברה חשיפה משמעותית ללקוחות ממשלתיים ולמגזר הציבורי בכלל, אולם מידרוג מעריכה את החשיפה האמורה כבעלת פרופיל סיכון נמוך, וזאת בשל ריבוי הגופים הציבוריים עימם החברה פועלת, התקשרויות מבוססות מכרז לתקופה ארוכה יחסית וכן בשל היציבות המאפיינת את המגזר הציבורי וממתנת במידת מה את החשיפה למחזוריות הכלכלית.

היקף פעילות החברה הינו בסדר גודל נמוך בהשוואה לקבוצת הדירוג, עובדה המגבירה את פרופיל הסיכון, במיוחד נוכח מבנה ההכנסות מבוסס פרויקטים של החברה. להערכתנו, היקף הפעילות הנוכחי, מגביל את יכולת החברה להתמודד עם פרויקטים הפסדיים ומחזוריות בהיקף הפרויקטים ומגביר את תנודתיות ביצועי החברות השונות הכלולות בקבוצה.

יחס צבר הזמנות להכנסות המצביע על נראות הכנסות טובה בטווח הזמן הקצר

צבר ההזמנות של החברה נע סביב 520-550 מיליון ₪ (לרבות חלק החברה בצבר ההזמנות של אמגון ומרמנת) החל מסוף שנת 2012, כאשר נכון ליום 30.6.2015 צבר ההזמנות של החברה הינו כ- 540 מיליון ₪. צבר ההזמנות נובע בעיקר ממגזר הייעוץ, כאשר יחס צבר הזמנות להכנסות מגזר זה נע, בשנתיים האחרונות, סביב 1.7-1.9 (על בסיס איחוד יחסי), יחס גבוה ויציב המהווה אינדיקטור חיובי לנראות ההכנסות ויציבותן בטווח הזמן הקצר וממתן את פרופיל הסיכון של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תשמור על צבר ההזמנות ברמתו הנוכחית, כאשר בטווח הזמן הקצר, צבר ההזמנות עשוי לגדול בשל אישור תקציב המדינה והוצאה לפועל של פרויקטים שהתעכבו. בהקשר זה, יצוין כי יכולת החברה להציג גידול בהכנסות ולשמר את היקף צבר ההזמנות חרף העיכוב האמור באישור תקציב המדינה ותקופת הבחירות שהביאו לדחיית פרויקטים, מלמדת, כך להערכתנו, על פרופיל הסיכון הנמוך המאפיין את חשיפת החברה למגזר הציבורי.

צמיחה מתונה במחזור ההכנסות; גידול במגזר המחשוב לצד סטגנציה במגזר הייעוץ

הכנסות החברה צמחו בשנים 2013-2014 בשיעור שנתי ממוצע של כ- 3.0%, שיעור דומה לקצב צמיחת התוצר בשנים אלו, וזאת חרף האטה בפעילות החברה באירופה, כאשר החברה נשענת על צמיחה פנימית מתונה, אשר הינה מסוכנת פחות ותורמת לאיכות האשראי. המחצית הראשונה של שנת 2015 מאופיינת בצמיחה בשיעור גבוה יותר בשל גידול בהיקף הפעילות במגזר המחשוב הנובעת מגידול בהיקף הפעילות של סיסנת, בדגש על לקוחות המגזר הציבורי ועבודות במסגרת מכרז החשכ"ל לאספקת שירותי מחשוב למשרדי הממשלה ("מכרז החשכ"ל"), וכן בשל גידול מתון יותר בהיקף הפעילות של תדיעד. זאת, לצד סטגנציה בפעילות מגזר הייעוץ, הנובעת מסיום פרויקטים ועיכוב בכניסה של פרויקטים חדשים, בין היתר, בשל העיכוב באישור תקציב המדינה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תסיים את שנת 2015 עם שיעור צמיחה גבוה יחסית על בסיס הגידול המשמעותי בהיקף הפעילות של חברת סיסנת. בטווח הזמן הבינוני תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך צמיחה מתונה בהכנסות החברה, אשר תיתמך, בין היתר, בצפי לגידול בתוצר (אשר צפוי לצמוח לפי תחזיות ב" בשיעורים של 2.6% ו- 3.3% בשנים 2015 ו- 2016, בהתאמה¹) שיתמוך בגידול תקציבים בתחום טכנולוגיות המידע וכן על בסיס האישור הצפוי של תקציב המדינה, אשר עשוי להביא לכניסת פרויקטים שנדחו.

רווחיות נמוכה בהשוואה לתחום השירותים וביחס לרמת הדירוג

מגזר המחשוב, אשר סבל בשנים האחרונות משיעור רווחיות תפעולית נמוך (יחס רווח תפעולי להכנסות ממוצע של 0.9% בין השנים 2011-2013), רשם בשנת 2014 שיפור משמעותי הודות למהלכי התייעלות בחברת טסנת שהובילו לחסכון משמעותי בהוצאות ההנהלה, הפיכת טסנת לחברה פרטית וכן בשל שיפור מרווחי הרווח במכרז החשכ"ל שהביא לגידול ברווח התפעולי של סיסנת. כך, שיעורי הרווחיות התפעולית של מגזר המחשוב בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של 2015 היו 4.4% ו- 4.9%, בהתאמה. שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לביצועיה החברה בעבר אולם נמוכים ביחס לענף טכנולוגיות המידע. הגידול בהיקף הפעילות, לצד השיפור ברווחיות, הובילו לגידול ניכר ברווח התפעולי של המגזר שצמח מהיקפים של 2.5-3.5 מיליון ₪ בשנים 2010-2013², להיקף של כ- 8.5 מיליון בשנת 2014 ו- 5.5 מיליון במחצית הראשונה של 2015. מגזר הייעוץ מאופיין ברווחיות טובה יותר, כאשר חלקו הארי של הרווח במגזר מקורו בחברות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני, אמגון ומרמנת, המאופיינות בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית. החזקות אמנת בחברות אמגון ומרמנת אינן עולות כדי שליטה, אולם מידרוג מנתחת את רווחיות מגזר הייעוץ על בסיס איחוד יחסי המשקף נאמנה את תוצאות מגזר הייעוץ ואת היותן של אמגון ומרמנת חלק אינטגרלי מפעילות הקבוצה. בשנת 2014 וביתר שאת במחצית הראשונה של שנת 2015 ניכרת שחיקה משמעותית ברווחיות מגזר הייעוץ אשר הובילה לקיטון ברווח התפעולי, בין היתר, על רקע הפסדים שרשמה החברה בפרויקט מסוים לצד, שחיקה במרווחים בפרויקטים קיימים של חברת אמגון וחברת הפרסום ברעם.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בטווח הזמן הקצר, על בסיס תוצאות החציון הראשון של שנת 2015, ייתכן קיטון בהיקף הרווח התפעולי של הקבוצה (על בסיס איחוד יחסי) כפועל יוצא של הקיטון ברווח התפעולי של מגזר הייעוץ אשר יקוזז במידת מה על-ידי השיפור המשמעותי ברווח התפעולי של מגזר המחשוב. בטוח הזמן הבינוני, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שחיקה מסוימת ברווחיות מגזר הייעוץ בהשוואה לשיעורי הרווחיות שאפיינו את השנים 2012-2013, כאשר להערכתנו שיפור שיעור הרווחיות תלוי בכניסה של פרויקטים חדשים או בשינוי תמהיל העבודות המבוצעות במסגרת הפרויקטים הקיימים. בהקשר זה, יצוין כי בשל היקף הפעילות של החברה וסך הרווח של המגזרים השונים, לפרויקט

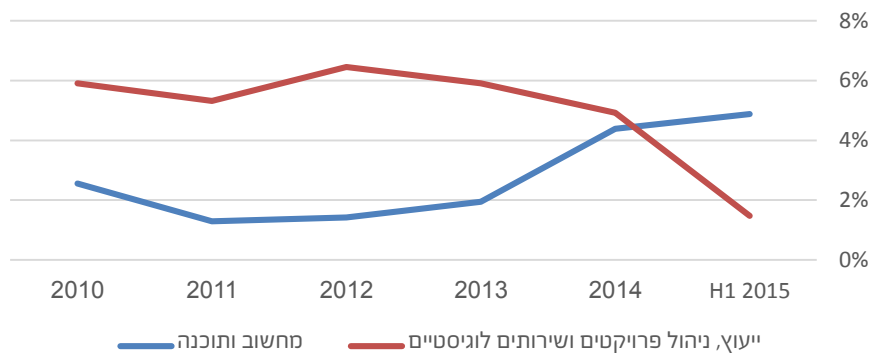
¹ בנק ישראל, התחזית המאקרו-כלכלית של חטיבת המחקר - ספטמבר 2015, 24.9.2015:

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/ResearchDepartmentForecast/Recast/forcast24092015.pdf>

² בנטרול מחיקת מוניטין בגין טסנת בסך 3.5 מיליון ₪

בודד יש יכולת להשפיע באופן בולט יחסית על היקף הרווח התפעולי ושיעורו ביחס להכנסות. בטווח הזמן הקצר, רווחיות מגזר המחשוב צפויה להישאר ברמתה הנוכחית, כאשר ייתכן שיפור שולי נוסף בשל מהלכי ההתייעלות בטסת. במחצית השנייה של 2016 צפוי לפוג תוקפו של מכרז החשכ"ל מה שעשוי להביא לשינוי בשיעורי הרווחיות. השיפור בתוצאות מגזר המחשוב, בדגש על הגידול בהיקף הרווח התפעולי, מגדיל את פיזור ההכנסות ומקורות הרווח התפעולי של הקבוצה, שנשענה בשנים האחרונות בעיקר על רווחי מגזר הייעוץ ומפצה במידת מה על שחיקת הרווחיות במגזר הייעוץ.

שיעור הרווח התפעולי על-פי מגזרים:



רמת מינוף נמוכה מאד מובילה לאיתנות פיננסית גבוהה יחסי כסוי מהירים

מידרוג בוחנת את תזרימי המזומנים של החברה על בסיס מקורות החברה מפעילות לצד דיבידנדים המתקבלים מחברות הקבוצה המטופלות לפי שווי מאזני - אמגון ומרמנת. זאת, בניגוד למעקבים קודמים אז בחנו את תזרים המזומנים של החברה על בסיס איחוד יחסי. להערכתנו, הן שיטת ההצגה הנוכחית (מקורות מפעילות על בסיס מאוחד בתוספת דיבידנדים מכלולות) והן שיטת ההצגה הקודמת (על בסיס איחוד יחסי) משקפות באופן נאות את תוצאותיה של החברה, אולם השיטה המעודכנת פשוטה יותר ליישום, מצריכה פחות התאמות ומשקפת את יכולת שירות החוב של החברה על בסיס תזרים המזומנים שלה.

מקורות החברה מפעילות (FFO) הינם יציבים ולהערכתנו צפויים להיות בטווח של 10-11 מיליון ש, בדומה לנתון בשנים 2012-2014, כאשר השיפור ברווח התפעולי של מגזר המחשוב "מפצה" על הירידה בהיקף הדיבידנדים מהחברות הכלולות. לחברה השקעות הוניות זניחות בהיקפן, מה שתורם ליציבות התזרים הפרמננטי. בד בבד, החברה מחלקת לבעלי המניות את מרבית הדיבידנדים המתקבלים מהחברות הכלולות, זאת בהיעדר חוב מהותי ונוכח אסטרטגיית עסקית של צמיחה פנימית מתונה, כך שהיא אינה צפויה לצבור מזומנים בהיקף מהותי. יחס הון למאזן של החברה עומד, נכון ליום 30.6.2015, על 58.2%. להערכתנו, בהיעדר גיוס חוב שייעודו רכישות ומיזוגים, היקף החוב אינו צפוי לגדול במידה מהותית.

נזילות טובה; חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי המובילה לתזרים חופשי שלילי

החברה נוהגת, לאורך זמן, להותיר בקופתה יתרות נזילות בהיקפים מהותיים, הגבוהים מהחוב הפיננסי, ומושקעות באפיקים סולידיים. בעקבות השלמת העסקה לרכישת החזקות המיעוט בחברת טסנת בסך של כ- 18 מיליון ש, אשר מומנה ממקורותיה העצמיים של החברה, נשחקו יתרותיה הנזילות של החברה, אשר עומדות, נכון ליום 30.6.2015 על כ- 20 מיליון ש, כאשר עיקר המזומנים נמצאים בחברות בשליטה מלאה של אמנת.

כאמור, מקורותיה התזרימיים של החברה - מקורות מפעילות ודיבידנדים מהחברות אמגון ומרמנת - יציבים יחסית, אולם, לחברה מדיניות לחלוקת דיבידנד של 75% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות, אשר מכבידה על התזרים החופשי (FCF)



של החברה, המאופיין בתנדוטיות גבוהה נוכח שינויים בהון חוזר. כרית המזומנים של החברה מפצה במידת מה, על תנדוטיות התזרים החופשי והשינויים בהיקף ההון החוזר. החברה מייצרת FFO-CAPEX חיובי ויציב, אשר בניכוי דיבידנדים מצטמצם משמעותית. בנטרול הון חוזר, תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הקבוצה צפויה להמשיך לייצר תזרים מזומנים חופשי חיובי נמוך בתומך ברמת הנזילות הטובה של הקבוצה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

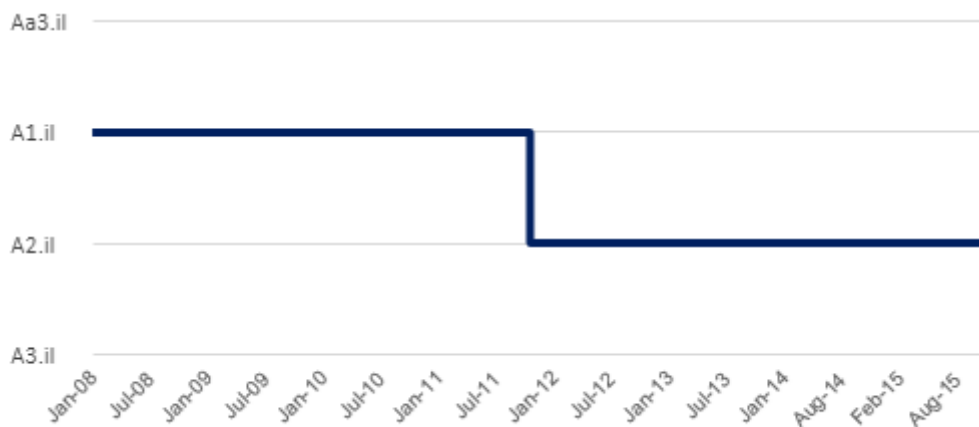
- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות, תוך שיפור הרווחיות ושמירה על איתנות גבוהה

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה ברווחיות ובאיתנות הפיננסית של החברות המוחזקות
- עלייה משמעותית ברמת המינוף אשר תשליך על יחסי הכיסוי בצורה משמעותית

אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ הוקמה בשנת 1970 ונסחרת בבורסה לני"ע בת"א החל משנת 1994. הקבוצה פועלת כבית מערכות רב מקצועי, באמצעות חברות מוחזקות שלה, בשני תחומי פעילות עיקריים: תחום הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה במסגרתו מספקת החברה שירותי ייעוץ וליווי חברות באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ (החזקה של 100% מהון המניות), שירותי ניהול פרויקטים בדגש על תחומי הלוגיסטיקה והתפעול באמצעות חברת מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (החזקה של 50%), שירותי מיקור חוץ וניהול כולל של שירותים לוגיסטיים לרבות שירותי מוקד טלפוני, ניהול מלאי, בלדרות ושירותי פרסום באמצעות אמגון בע"מ ("אמגון", 65% מהמניות, 50% בזכויות הצבעה); תחום המחשוב והתוכנה במסגרתו מספקת החברה שירותי אפיון ופיתוח תוכנה ומערכות מידע וייעוץ בתחומי המחשוב באמצעות חברת סיסנת תכנה בע"מ (כ-94.4%), שירותי הבטחת איכות תכנה ובדיקות תכנה באמצעות חברת טסנת בדיקות תכנה בע"מ (100%) ושירותי יישום ואינטגרציה של מערכות ERP. הקבוצה מעסיקה 2,696 עובדים. יו"ר הקבוצה הינו מר אברהם אסף ומנכ"ל הקבוצה הינו מר שמואל בר אור, שניהם בעלי זכויות המקנות שליטה בחברה.



דוחות קשורים

- [אמנת ניהול ומערכות בע"מ - דוח מעקב שנתי - מרץ 2014](#)
- [מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2015](#)

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטה 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 המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוטה 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכלל 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 מידרוג ו/או פרסומיה אינם 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה בכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.