

# קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ

דירוג ראשוני | אוקטובר 2017

## אנשי קשר:

עידו בר־אב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[ido.barav@midroog.co.il](mailto:ido.barav@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ

אופק הדירוג: יציב	Baa1.il (P)	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה (P) Baa1.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ (להלן: "החברה" או "הקבוצה" או "האחים יעקובי") בסך של עד 70 מיליון ₪ ערך נקוב. במקביל החברה מתעתדת לגייס הון בהיקף של כ-100 מיליון ₪, במסגרת הנפקה ראשונית בבורסה בתל אביב. תמורת ההנפקה מיועדת לשמש את החברה לתכנית השקעות להרחבה ופיתוח תחומי פעילותה.

עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימון הדירוג כמותנה:

- (1) השלמת תשקיף הנפקה ושטר נאמנות לאגרות החוב
- (2) השלמת גיוס הון

### אודות החברה

קבוצת האחים יעקובי הינה חברה פרטית הפועלת בישראל באמצעות חברות בנות בתחומי הקמה וביצוע פרויקטים, אחזקה ותפעול של מערכות, מבנים ותשתיות וכן בתחום הסביבה הירוקה. הקבוצה החלה את פעילותה בשנת 1974 כחברה לאספקת פתרונות תאורה ורשתות חשמל, והחל מתחילת שנות האלפיים הרחיבה את תחומי פעילותה בעיקר ע"י מיזוגים ורכישות והגדלת סל השירותים המוצרים.

החברה פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

- (1) מגזר הקמה וביצוע פרויקטים - ייזום, תכנון, הקמה וביצוע של פרויקטים בתחומים שונים ומגוונים כגון: בניה, פיתוח, תשתיות, מערכות אלקטרומכניות (חשמל, מיזוג אוויר, תנועה, חניה, אינסטלציה, תברואה, תעשייה ועוד) ומערכות שליטה ובקרה (להלן: מערכות שו"ב - מיזוג אוויר, מתח נמוך, תאורה חכמה, ניטור דלף מים ועוד).
  - (2) מגזר אחזקה ותפעול - מתן שירותי אחזקה ותפעול למבני ציבור, מבני משרדים, מערכות תשתית (רמזורים, תאורה עירונית, בקרת חניונים ומנהרות ועוד), מערכות אלקטרומכניות, מערכות שו"ב וכדומה.
  - (3) מגזר הסביבה הירוקה - ייזום, תכנון, פיתוח, הקמה והפעלה של מתקני טיפול בפסולת. הפעילות במגזר זה כוללת כיום בעיקר את המתקן לקליטה ומיון פסולת באזור תעשייה עטרות באמצעות החברה הבת גרין נט.
- החברה וחברות הבנות מעסיקה כ-810 עובדים בישראל. בעלי השליטה החברה הינם מר פיני יעקובי (60%) המכהן כיו"ר הדירקטוריון ומר אמיר יעקובי (40%) דירקטור ומנכ"ל החברה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על וותק וניסיון רב בתחומי פעילותה בדגש על תחום מערכות אלקטרו-מכאניקה למבנים ותשתיות ומערכות שו"ב, והיא נמנית בין הקבלנים המובילים בתחום. לחברה גיוון ופיזור בסיס הלקוחות ופרויקטים על פני ענפי המשק השונים.

סיכון ענפי גבוה של תחום הקבלנות אשר ממותן ע"י פעילות החברה במגזר השירות והאחזקה ובמגזר הסביבה הירוקה אשר תורמות לפיזור ההכנסות, מאופיינות ברווחיות גבוהה יחסית וממתנות במידת מה את הסיכון העסקי הטמון בתחום ההקמה והביצוע. ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית בעיקר בשל אופיו הפרויקטאלי וחשיפתו למחזוריות הכלכלית הפוגמים ביכולת השבת ההכנסות, ומאופיין בשיעורי רווחיות נמוכים נוכח רמת תחרות גבוהה ומאפייני ההתקשרות. תחום המערכות האלקטרו-מכאניות מאופיין ברווחיות טובה יותר ביחס לענף, בין היתר, נוכח ערך מוסף וחסמי כניסה גבוהים יותר. אנו מעריכים את מגזר איכות הסביבה בסיכון בינוני-נמוך הנתמך בביקושים יציבים, בצמיחה עקבית ומתונה ובנראות הכנסות טובה יחסית בשל התקשרויות בחוזים ארוכי טווח.

לחברה צבר הזמנות משמעותי (כ- 1.3 מיליארד ₪ ליום ה- 30.6.2017, ללא חברות כלולות), כאשר יחס הצבר להכנסות נע מזה כשנתיים בטווח של 2.0-2.6, יחס יציב המצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני. במחצית הראשונה של 2017 נרשמה ירידה בצבר ההזמנות של החברה, לאחר עלייה בשנת 2016, בעיקר בשל סיום פרויקטים גדולים וכן בשל המשך ירידה בצבר מגזר השירות האחזקה.

לחברה היקף פעילות מצומצם יחסית ורווח תפעולי בהיקף צר יחסית לקבוצת השוואה, אך רווחיות תפעולית יציבה (כ- 5.5% ממוצע תלת שנתי) אשר מושפעת לחיוב ממגזרי השירות והאחזקה ואיכות הסיבה.

רכישת אורתם סהר (50%) במסגרת הסדר הנושים בדצמבר 2016 היוותה נדבך באסטרטגיית החברה להשלמת יכולותיה בתחומי הקבלנות והרחבת אפיקי פעילותיה עם כניסה לפרויקטים כקבלן הקמה ראשי, לצד כניסה לתחום ייזום נדל"ן.

לחברה תכנית אסטרטגית ארוכת טווח, להשקעות ורכישות בתחומים סינרגטיים, הכוללת השקעה בטכנולוגיות ותוכנות אינטגרציה חכמות לניהול מערכתי בתחומי מערכות השו"ב והאלקטרו-מכאניקה, הקמת מתקני קצה למחזור תוצרי פסולת ממפעל החברה, פיתוח נכסי מקרקעין עצמיים והשקעות בייזום למגורים ויצירת צבר עבודות קבלניות. החברה מעריכה את היקפה של התכנית לשנתיים הקרובות סביב 100 מיליון ₪. בשלב זה קיים קושי להעריך באופן מלא את מאפייני הסיכון של ההשקעות העתידיות, היקפן ועיתויין, נוכח היעדר וודאות. בתוך כך, אסטרטגיית החברה להגדיל את החשיפה לתחום ייזום הנדל"ן למגורים מהווה משקולת לדירוג. להערכתנו הרחבת פעילות במגזרי השירות והאחזקה והסביבה הירוקה מהווים גורם חיובי למיצובה העסקי של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח בטווח הזמן הקצר שמירה על היקף צבר ההזמנות של החברה וגידול בו בעיקר החל משנת 2018, בין היתר נוכח רוח גבית מתחזית בנק ישראל לעלייה בהשקעות ההוניות במשק ברכוש קבוע ועלייה בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות. בהתאם לתרחיש זה, אנו מעריכים כי הכנסות החברה ימשיכו לצמוח בשיעור שנתי של 5%-8% בשנים 2017-2018, כאשר בשנת 2017 עיקר הצמיחה תנבע מהשפעת האיחוד המלא של מגזר הסביבה הירוקה ואילו ביתר הפעילויות איננו צופים צמיחה ביחס לשנה קודמת בשל הירידה בצבר ההזמנות. להערכתנו, שיעור הרווחיות התפעולית ינוע בטווח של 4.0%-6.0% בשנות התחזית, ואלו מביאים ל- EBITDA ו- FFO בטווח של 45-55 מיליון ₪, ו- 35-40 מיליון ₪, בהתאמה.

דירוג החברה נתמך ברמת מינוף מתונה ויחסי כיסוי מהירים יחסית לרמת הדירוג. רמת המינוף פרופורמה לגיוס החוב צפויה להיותר בולטת לטובה יחסית לרמת הדירוג, עם יחס חוב ל- CAP של 38%-42% בטווח הקצר בינוני. אנו צופים יחסי כיסוי חוב פיננסי ברטנו ל- EBITDA ול- FFO ינועו בטווח של 2.5-3.5 ו- 3.5-4.5, בהתאמה.

נזילות החברה נשענת על עומס פרעונות נמוך בשנתיים הקרובות, מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ- 58 מיליון ₪, וכן על יתרות נזילות חופשיות בהיקף משמעותי עם השלמת הנפקת ההון והחוב, שצפויה במקביל לשפר את נגישות החברה למקורות מימון, וכך את נמישותה הפיננסית.

בשיקולי הדירוג הובאו בחשבון היעדר טרק רקורד למדיניות העסקית והפיננסית של החברה, וכן בנושאי ממשל תאגידי ותיאבון הסיכון של בעלי המניות לאור היותה חברה פרטית עד כה.

**קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)**

FY 2014	FY 2015	FY 2016	H1 2016	H1 2017	
450	461	587	250	312	הכנסות
25	24	33	12	19	רווח תפעולי (לפני הוצאות / הכנסות אחרות)
5.4%	5.3%	5.5%	4.9%	6.0%	% רווח תפעולי
13	7	32	19	8	רווח נקי
32	17	67	85	78	חוב פיננסי
27%	15%	34%	42%	35%	חוב פיננסי ל-CAP
1.1	0.6	1.6	NR	1.5	חוב פיננסי ל- EBITDA
2.0	1.4	3.1	NR	2.5	חוב פיננסי ל- FFO

**קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליוני ₪)**

FY 2014	FY 2015	FY 2016	H1 2016	H1 2017	הכנסות
322	321	411	188	316	פרויקטים למבנים ותשתיות *
124	139	113	62	56	שירותים ואחזקה
8	81	115	52	60	איכות הסביבה
<b>רווח מגזרי</b>					
15	4	10	6	3	פרויקטים למבנים ותשתיות *
12	24	17	8	8	שירותים ואחזקה
(1)	(6)	6	(2)	5	איכות הסביבה

\* מגזר הפרויקטים מאחד את מלוא פעילות אורתם סהר (חברה כלולה)

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**מעמד עסקי מבוסס בתחום האלקטרו-מכניקה, לצד פעילות בתחום האחזקה תורמים למיצוב העסקי, המוגבל בשל היקף פעילות נמוך יחסית**

קבוצת האחים יעקובי הינה חברה בעלת מעמד מבוסס ו-ווקט בענף הקבלנות בישראל ופעילותה נפרסת על שלושה מגזרי פעילות: מגזר הקמה וביצוע פרויקטים (כ- 64% מסך ההכנסות לשנת 2016), מגזר השירותים ואחזקת מערכות (כ- 18%) ומגזר סביבה הירוקה (כ- 18%). קיימת סינרגיה בין מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות ומגזר שירותים ואחזקה, האחרון הנו בעל ערך מוסף גבוה ומאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יחסית.

החברה פועלת כקבלן משנה או ישירות עבור הלקוח, בתכנון וביצוע פרויקטים מורכבים המשלבים מערכות אלקטרו-מכאניות (חשמל, מיזוג אוויר, תנועה, חניה, אינסטלציה וכדומה), מערכות שו"ב ומערכות תשתית (רמזורים, תאורה עירונית וכדומה), בהם לחברה ניסיון רב שנים. בתחום מערכות התשתית לחברה נתחי שוק משמעותיים ויתרונות תחרותיים. החברה מאופיינת בתמהיל פרויקטים רחב בפריסה ארצית ובסיס לקוחות מגוון הכולל חברות גדולות ומבוססות וכן גופים ציבוריים (מוסדות מדינה וחברות ממשלתיות), אשר מייצרים עבורה עבודות המשך לאורך זמן ומקטינים חשיפה למחזוריות כלכלית.

הדירוג מושפע לשלילה מהיקף פעילות נמוך ביחס לקבוצת השוואה ובכלל, וכן ממעמדה של החברה בעיקר כקבלן משנה, המשפיע על רווחיות הפרויקטים. מאפיינים אלו מעצימים את החשיפה לתנודתיות בעיתות משבר, לחריגה מתקציב ולפגיעה בבסיס הרווח. אסטרטגיית החברה הנה להרחיב את אפיקי הפעילות ולהתמודד על מכרזים עתידיים בתור קבלן ראשי וקבלן הקמה (EPC) וכן לפנות גם לתחומי הזכיינות (כדוגמת BOT) בדומה לחברות השוואה הגדולות בתחום, מדיניות שלהערכתנו, תתאפשר גם באמצעות סיווגים קבלניים בלתי מוגבלים (עם רכישת אורתם סהר). בשנים האחרונות החברה התנסתה בפרויקטים בסדרי גודל גדולים יחסית, בהיקפים של 100-50 מיליון ₪ הנפרשים על פני מספר שנים, אולם החברה מנסה לחדור לפרויקטים גדולים יותר ובעלי ערך מוסף גבוה יותר. התמורות הנ"ל עשויות לתרום למיצובה העסקי של החברה תוך עלייה בשרשרת הערך וכך להגדיל את מחזורי הפעילות ושיעורי הרווחיות.

במגזר איכות הסביבה, פועלת החברה (באמצעות גרין נט - חברה בת בבעלות מלאה) כיום בפרויקט עיקרי אחד - מתקן מחזור אשפה בעטרות בחוזה ארוך טווח מול עיריית ירושלים. מגזר זה מוערך על ידינו בעל סיכון בינוני-נמוך הנתמך בביקושים יציבים וצמיחה עקבית בהיקף הפסולת המוזרמת מתחום ירושלים, בחסמי כניסה גבוהים יחסית, ובנראות הכנסות טובה - בשל חוזה ארוך טווח. הפעילות בתחום זה תורמת לפיזור ולמיצוב של החברה, ומאופיינת בשיעורי רווחיות יציבים וגבוהים יחסית. למפעל בעטרות חשיפה ללקוח יחיד, עיריית ירושלים (כ- 80% מהכנסות משירותי קליטת פסולת), אולם סיכון זה ממותן לאור חוזה עד שנת 2020 המלווה באופציית הארכה, וכן לאור תלות הדדית בהיעדר אלטרנטיבה בשל עלויות הטמנה ושינוע מהותיות.

<sup>1</sup> קבוצת השוואה כוללת את החברות הציבוריות הגדולות בתחום קבלנות הבנייה ואלקטרומכניקה כדוגמת אלקטרה בע"מ (A1.il) ואפקון תעשיות (A3.il).

## סיכון ענפי גבוה בתחומי הקבלנות אשר ממותנים ע"י מגזרי השירות והאחזקה ואיכות הסביבה המאפיינים בתנודתיות נמוכה וביקושים יציבים

מידרוג מעריכה את ענף הקבלנות לפרויקטים למבנים ותשתיות בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. לקבוצה חשיפה גבוהה לסביבה העסקית והמאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות ההוניות בבינוי, תשתיות ובנכסים קבועים במשק. היקף ההשקעות בבינוי הציג צמיחה שנתית ממוצעת של כ- 5% בשנים 2012-2016 (ע"פ נתוני הלמ"ס). רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור גבוה של המתחרים, בעיקר לאור חסמי הכניסה אשר אינם גבוהים ונגזרים לרוב ממורכבות והיקף הפרויקט המשפיעים על הצורך בניסיון ומוניטין נצברים, סיווגים קבלניים, חשיפה גבוהה לסיכון אשראי הלקוחות, ידע הנדסי, יתרונות לגודל, איתנות פיננסית וכדומה. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על המרווח הקבלני. המרווחים הנמוכים מגבירים את הסיכון העסקי ודורשים יכולות ניהול ובקרה גבוהות. בתקופות מיתון קיימת ירידה בהשקעות, ומוסר תשלומים נמוך יחסית של הלקוחות, אשר עשויים לפגוע ביכולת השבת ההכנסות של החברות בענף. מנגד, מכיוון שהחברה פועלת בעיקר בשלב הגמר בנייה, יש בידיה גמישות להיערך לכך במידה מסוימת.

מגזר השירות ואחזקה, מוערך על ידינו בסיכון בינוני-נמוך, מאופיין ביכולת השבת הכנסות גבוהה יותר בשל מאפייני חוזי השירות אשר בד"כ ארוכי טווח, חסמי כניסה גבוהים יותר, בין היתר בשל מוניטין ויכולת הצעת סל מוצרים כולל, לצד חסמי מעבר גבוהים המתבטא בקושי להחליף את נותן השירות אשר תכנן והקים את המערכות. פעילות החברה בתחום זה, המאופיין ביציבות וברווחיות גבוהה, ממתנת במידת מה את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלי, אולם מגזר זה עדיין מצומצם יחסית בהיקפו ואינו מצמצם במידה משמעותית את פרופיל הסיכון של החברה.

פעילות הייזום בענף הבנייה למגורים, המהווה נדבך בתוכנית האסטרטגית של החברה, מוערכת על ידינו ברמת סיכון גבוהה יחסית, בעיקר נוכח תנודתיות גבוהה יחסית מצד הביקוש, השפעות רגולטוריות הן על היזמים והן על רוכשי הדירות, וכן חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך והזמן הרב הנדרש לרכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. משברים פיננסיים ומטרת הרגולטוריים להוזיל את מחירי הדיור עלולים להביא לשחיקה במחירי הדיור ולקושי בגיוס מקורות אשראי.

### צבר הזמנות משמעותי תורם לנראות ההכנסות בטווח הקצר-הבינוני אולם בטווח הארוך חשוף למחזוריות הכלכלית

צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) ליום 30.06.2017 הסתכם בכ- 1.3 מיליארד ₪ לעומת כ- 1.5 מיליארד ₪ ליום 31.12.2016 - ירידה של 13%. הירידה בצבר נבעה בעיקר מסיום פרויקטים גדולים במגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות. בתוספת מלוא הצבר של אורתם סהר מסתכמת יתרת הצבר ליום 30.06.2017 בכ- 1.9 מיליארד ₪ (הכוללים כאמור את צבר אורתם סהר ב- 100%). עיקר הצבר של החברה (ללא אורתם סהר) נובע ממגזר הפרויקטים (63%) וממגזר הסביבה הירוקה (27%). יחס הצבר להכנסות ב-12 החודשים האחרונים (ללא אורתם סהר) עמד על כ-2.0, יחס גבוה התומך בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני.

מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות, בנטרול הכנסות אורתם סהר, צמח באופן מתון במחצית הראשונה לשנת 2017, בשיעור של 4.4% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, לאחר שרשם צמיחה משמעותית בשיעור של כ- 28% בשנת 2016, שנבע מגידול אורגני נוכח ביצוע פרויקטים בהיקפים מהותיים (שדה תעופה תמונע, מנהלת הרכבת בלוד ועוד). צמיחה זו קוזזה על ידי האטה בהכנסות במגזר השירות והאחזקה (ירידה של 9% ו-19% במחצית הראשונה לשנת 2017 ובשנת 2016, בהתאמה), נוכח יציאה מחוזי שירות ותחזוקה בשנה זו. מפעל גרין נט בעטרות (מגזר הסביבה הירוקה) צומח באופן עקבי מאז החל לפעול בתפוקה מלאה בחודש מרץ 2015, ורשם גידול של 14% בהכנסות המחצית הראשונה לשנת 2017 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הנובע מגידול בהיקף קבלת הפסולת, וכן גידול בהיקף מכירות חומרי מיחזור.

תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח בטווח הזמן הקצר-בינוני שמירה על היקף צבר ההזמנות של החברה וגידול בו בעיקר בשנת 2018. להערכתנו, הגורמים התומכים בשמירה על היקף הצבר והתפתחותו כוללים בין היתר, את מיצובה העסקי של החברה, תחזית בנק ישראל להשקעות בנכסים קבועים (כ- 9% בשנת 2018 - ללא אניות ומטוסים) וכן גידול בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות (בעיקר תקציב משרד התחבורה). תרחיש הבסיס של מידרוג לצמיחת ההכנסות מבוסס על מספר הנחות מרכזיות בהן: (1) מגזר

הפרויקטים למבנים ותשתיות - סטגנציה בהכנסות המגזר בשנת 2017, בהתבסס על קצב הכנסות מחצית הראשונה לשנה וסך הצבר ההזמנות לביצוע עד סוף השנה, וצמיחה בטווח של 5%-7% בשנת 2018. (2) מגזר השירות והאחזקה - שחיקה של 10%-15% בהכנסות לשנת 2017 נוכח תוצאות המחצית הראשונה השנה ובהתאם לסך הצבר לביצוע עד סוף השנה, וצמיחה של כ-5% בשנת 2018, בעיקר בתחומי התחזוקה של מערכות תנועה, חניה ושו"ב, ובהתאם לאסטרטגיית החברה. (3) מגזר הסביבה הירוקה - הנבה שנתית מלאה של מפעל גרין נט וצמיחה שנתית בטווח של 8%-12% בשנים 2017-2018 בעיקר נוכח צמיחה בהיקף קבלת הפסולת וגידול בשיעור מכירת חומרים ממוחזרים, והפעלת מתקן לטיפול בפסולת בניין ועודפי חפירה החל משנת 2018.

### רווח תפעולי צר יחסית, אך בשיעורים יציבים

רמת הרווחיות של הקבוצה יציבה יחסית והולמת לדירוגה, עם שיעור רווחיות גולמית ותפעולית של כ-12.5% וכ-5.5%, בהתאמה, בממוצע תלת-שנתי.

מגזר הפרויקטים הציג בשלוש השנים האחרונות רווחיות תפעולית ממוצעת של כ-3%, שיעור נמוך ביחס לתחום קבלנות האלקטרו-מכאניקה, אך אופיין ביציבות לאורך תקופה זו. במחצית הראשונה של שנת 2017 רווחיות המגזר נותרה יציבה בהתאם לממוצע התלת שנתי (בנטרול השפעת אורתם סהר). הרווחיות הנמוכה חושפת את המגזר לתקופות של האטה בענף, נוכח מרכיב גבוה יחסית של תקורות והצורך בשימור יכולות הביצוע של החברה. אנו רואים לחיוב את יכולות הניטור והבקרה של החברה בפרויקטים מהסוג הנ"ל כפי שמתבטא בהפרשה לחובות מסופקים בהיקפים נמוכים בשנים האחרונות.

מגזר שירות ואחזקה, אשר אחראי לכמחצית מסך הרווח המגזרי בשנת 2016, מציג רווחיות תפעולית גבוהה המפצה על הרווחיות הנמוכה במגזר הפרויקטים, אולם זו הייתה תנועתית בשלוש השנים האחרונות (9%-17% בשנים 2014-2016 ו-14% במחצית הראשונה של שנת 2017), בין השאר בשל היקף הפעילות הנמוך יחסית והשינוי בתמהיל החוזים לאורך תקופה זו.

מפעל גרין נט אשר כאמור החל לפעול באופן מלא במרץ 2015, חווה קשיי תפעול והטמעה בחודשי הפעילות הראשונים, ולאחר התאמות במערכי המיזם ופסים האוטומטיים, הגיע לאיזון תפעולי, ובשנת 2016 הציג רווח תפעולי של כ-6 מיליון ₪ (5.3%). הרווח התפעולי הושפע מהוצאות פחת גבוהות עם השלמת ההקמה, ובמחצית הראשונה לשנת 2017 ניתן לראות המשך שיפור, עם רווחיות תפעולית של כ-8%, בעיקר לאור ההתמקצעות והידע שנרכש (מפעל ראשון מסוגו בישראל) וכן הגדלה של חומרי המיחזור. תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי בטווח הזמן הקצר-בינוני הרווחיות התפעולית של החברה תנוע בטווח של 4%-6%. תרחיש זה מניח שיעורי רווחיות דומים לאלו שהציגו מגזרי הפרויקטים למבנים ותשתיות והשירות והאחזקה בשנים האחרונות, ושיפור מסויים בשיעור הרווחיות של מגזר הסביבה הירוקה במחצית הראשונה של 2017.

### תכנית השקעות אסטרטגית, רכישת אורתם סהר (50%) והרחבת חשיפה לתחום הנדל"ן כרוכים באי וודאות מסוימת ומהווים משקולת לדירוג בשלב זה

תמורת הנפקת החוב וגיוס ההון המתוכננים נועדה לממן את תכניתה העסקית של החברה לשנים הקרובות, הכוללת רכישות והשקעות בתחומים סינרגטיים אשר נועדו לתרום לביצוע פרויקטים בעלי היקף משמעותי, במתכונת המשלבת את כל מקטעי ההתמחות של החברה ונועדו למצב את החברה כקבלן ראשי ובראש שרשרת הערך.

בדצמבר 2016 רכשו החברה (באמצעות פיקה תשתיות עבודות פיתוח בע"מ) ושותפות אסיאג (2016ג). בע"מ, בחלקים שווים, את אורתם סהר, קבלן ביצוע בתחומי מבנים למגורים, מסחר, מוסדות ציבור ותשתיות, וזאת כחלק מהסדר הנושים של אורתם סהר, לאחר שזו נקלעה להפסדים וקשיי נזילות והגישה לביהמ"ש בקשה להקפאת הליכים. בהתאם לתשקיף ההנפקה של החברה, במסגרת הסדר הנושים הוקם מנגנון של קופת הסדר אשר במסגרתו נוצרה הפרדה בין מצבה הפיננסי של אורתם סהר עובר להסדר ואחרי, והקשר בין אורתם סהר ערב ההסדר נותק לרבות בקשר התחייבות עבר של אורתם סהר כלפי מחזיקי אגרות החוב שלה. בנוסף, נקבעו הסדרים ספציפיים ביחס לבדק, לערבויות ולגביית חובות עבר. במאזן אורתם סהר קיימת התחייבות בסך של כ-40 מיליון ₪ נכון ליום 30.06.2017, אשר על פי הדוחות הכספיים של אורתם סהר, מהווים התחייבות של אורתם לקופת ההסדר על פני חמש שנים החל מדצמבר 2018. על סמך תחזית החברה ותחזית הנהלת אורתם סהר, שירות ההתחייבות האמורה צפוי לנבוע מהתזרים השירוי בגין הפרויקטים הנוכחיים והעתידיים באורתם ואין לחברה התחייבות להזרמות עתידיות. עם זאת, נציין כי אנו

מעריכים כי רכישת אורתם סהר על ידי החברה הנה רכישה אסטרטגית, בעלת חשיבות וסינרגיה לקבוצה ומכאן אנו מניחים תמיכה בדמות הזרמת הון או בדרכים אחרות אם וכאשר תידרש מצד החברה, וכתלות בנסיבות. הסיכון הענפי של פעילות אורתם סהר בתחום קבלנות הביצוע הנו גבוה יחסית לתמהיל הפעילות בשאר מגזרי החברה. זאת ועוד, קיימים אתגרים שונים בהקשר לרכישת חברה בהסדר, תשומות ניהוליות רבות ומכאן בטווח הקצר אנו מניחים כי הרכישה מהווה משקלת לדירוג אם כי ממותנת דרך מערך איזונים ובלמים שתואר לעיל.

### **צפי לייצור תזרימי מזומנים יציבים אך בהיקפים נמוכים, רמת המינוף מתונה ויחסי הכיסוי מהירים**

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי בשנים 2017-2018 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) והמקורות מפעולות (FFO) של החברה ינועו בטווח של 45-55 מיליון ₪, ובטווח של 35-40 מיליון ₪, בהתאמה. אנו מעריכים כי החברה תבצע השקעות הוניות על מנת לפתח מקורות פעילות נוספים בתחומי הליבה, והתרחבות בתחום הנדל"ן למגורים. כמו כן, בכונת החברה לפתח את הבסיס הטכנולוגי הקיים ברשותה בתחום מערכות האלקטרו-מכאניות המהווה פוטנציאל צמיחה. נוכח אי וודאות לגבי מבנה ההשקעות ועיתוי, איננו מניחים בשנות התחזית תרומה בגין ההשקעות הצפויות מתמורת ההנפקה. רמת המינוף של החברה נמוכה ביחס לדירוג, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס חוב פיננסי למקורות הוניים (CAP) העומד על כ-35%, נכון ליום 30.06.2017, לאור היקף מתון של חוב פיננסי. הנפקת האג"ח המתוכננת לצד גיוס הון צפויה להוביל לגידול מסוים ברמת המינוף, לטווח של 38%-42% בשנים 2017-2018.

ערב גיוס החוב הנוסף החברה מציגה יחסי כיסוי חוב מהירים, עם חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA וחוב ברוטו ל- FFO ליום 30.06.2017 של 1.5 ו- 2.5 בהתאמה, וכן יחס כיסוי ריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) מהיר העומד על כ- 6.1. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, בהנחה לגיוס חוב של כ-70 מיליון ₪, יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA ויחס חוב פיננסי ברוטו ל- FFO, צפויים לנוע בשנים 2017-2018 בטווח של 2.5-3.5 ו- 3.5-4.5, בהתאמה, כאשר יחס כיסוי ריבית צפוי לנוע בטווח של 4.0-6.0. אופיו הפרויקטואלי של הענף גוזר תנודתיות בהיקף הפעילות, במיוחד בתקופות של האטה כלכלית, בהן יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

### **נזילות וגמישות פיננסית סבירות הנתמכות במהלך הנפקת הון וחוב**

לחברה יתרות נזילות בסך של כ- 8 מיליון ₪ ליום 30.06.2017 ומסגרות אשראי פנויות חתומות בסך כ- 58 מיליון ₪ לאותו מועד, היקפים ההולמים את הצרכים השוטפים של החברה, לרבות למימון הון חוזר ולפריסת פרעונות חובותיה. תמורת הנפקות החוב וההון המתוכננת על ידי החברה צפויה לשפר את נזילותה בטווח הקצר-בינוני, ובתוך כך לשפר את נגישותה לפרויקטים. אנו מעריכים כי התזרים החופשי (FCF) של החברה צפוי להיות חיובי נמוך בשנת 2017, ושילי בשנת 2018 כתלות בתכנית ההשקעות, וכן נוכח צפי לעלייה בהיקף הפעילות והשקעה בהון החוזר הנלווית לכך, לצד חלוקת דיבידנד (מדיניות חלוקה של 25% לפחות מהרווח הנקי). שימושים אלו, צפוי שימומנו מכספי הגיוס (הון וחוב).

גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת ע"י רמת מינוף מתונה, יחסי כיסוי מהירים, וכן עומס פרעונות נמוך בשנות התחזית. מנגד, מרבית נכסי החברה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים המממנים, אשר בגינם התחייבה לשורה של אמות מידה פיננסיות, כאשר החברה עומדת בהן במרווח מספק. להערכתנו, עם צמיחת הפעילות וכניסת החברה לפרויקטים גדולים יותר (בין היתר כקבלן ראש או כזכיון) פערי עיתוי תזרימיים בפרויקטים ארוכי טווח מחייבים חברות בתחום לשמירה על היקפי מזומן סבירים.

### **שיקולים נוספים היעדר טרק רקורד באשר למדיניות העסקית והפיננסית ולתיאבון הסיכון**

אף כי הקבוצה בעלת ותק רב בתחומי הקבלנות בישראל, הדוחות הכספיים מוצגים לראשונה בתשקיף באופן מבוקר החל משנת 2014 ואין נתונים במתכונת זו לגבי שנים קודמות, לרבות ביחס למגזרי הפעילות, לצבר הזמנות, לעמידה ביעדים וכדומה, גורם אשר היווה שיקול בדירוג. שיקול נוסף מהווה היעדר טרק רקורד באשר למדיניות העסקית והפיננסית, ובנושאי ניהול הסיכונים, ממשל תאגידי ותיאבון הסיכון של בעלי המניות. כמו כן הדירוג מביא בחשבון אי וודאות מסוימת לגבי הייעוד הספציפי של תמורת ההנפקה, מבנה העסקאות ועיתויין.

**אופק הדירוג**

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול פרמננטי בהיקף הפעילות ובתזרימי המזומנים של החברה, תוך שמירה על היחסים הפיננסיים ורמת המינוף.
- שיפור משמעותי ברווחיות הפרויקטים למבנים ותשתיות.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ביצוע השקעות בהיקפים מהותיים שאינן תואמות את פרופיל החברה ואת אסטרטגיית ההשקעות אשר נמסרה למידרוג.
- שחיקה ברווחיות החברה ויחסי הכיסוי.

**דוחות קשורים**

[דירוג חברות קבלנות, דו"ח מתודולוגי - דצמבר 2015](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

תאריך דוח הדירוג:

01.11.2017

שם יוזם הדירוג:

קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ

**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 הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה 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").

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

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

#### **מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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