

# אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב | דצמבר 2020

## אנשי קשר:

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

**עדי ברנע,**  
אנליסטית- מערכת דירוג משנית  
[Adi.b@midroog.co.il](mailto:Adi.b@midroog.co.il)

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

---

## אמנת ניהול ומערכות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לאמנת ניהול ומערכות בע"מ. אופק הדירוג יציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה ממשיך להיתמך בפרופיל פיננסי חזק, המבוסס על רמת מינוף נמוכה לאורך זמן, רמת נזילות גבוהה הנתמכת ביתרות מזומנים גבוהות עם מימוש האחזקה במרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (50%). מנגד, דירוג החברה מוגבל בשל פרופיל עסקי שאינו הולם לרמת הדירוג, ומאופיין בהיקף פעילות נמוך יחסית לרמת הדירוג ומעמד שוק חלש ביחס למנפיקים בקבוצת השוואה ומוגבל בענפי הפעילות. להערכת מידרוג, מאז מכירת מרמנת החברה נשענת על בסיס צר יותר של פעילות ולקוחות, ובשל כך אנו סבורים כי חלה היחלשות ביכולת השבת ההכנסות של החברה. מידרוג מעריכה כי החברה עשויה להתגבר על כך באמצעות רכישה משמעותית ו/או פיתוח יכולות במגזרי הפעילות. לחברה ניסיון מקצועי שנצבר לאורך עשרות שנים ופיזור הכנסות על פני מספר קווי עסקים בתחומי המחשוב, הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה. גופים ציבוריים ומשרדים ממשלתיים מהווים נתח ניכר מלקוחות החברה בשני המגזרים (כ-60% מהכנסות החברה), גורם חיובי לגבי פרופיל הסיכון העסקי בשל מאפיינים אנטי-מחזוריים.

פעילותה של אמנת הן בתחום הייעוץ והן בתחום המיחשוב תומכת בסייגה כחברה בענף פעילות טכנולוגיית המידע. להערכת מידרוג, ענף טכנולוגיות המידע צפוי להציג צמיחה שלילית בשנת 2020 בשיעור של 3%-5% בשל ההשלכות הכלכליות של משבר וירוס הקורונה, אשר צפויות להוביל לירידה בהזמנות החדשות מצד ארגונים שפועלים לצמצם הוצאות לא חיוניות וכן בשל לחצים להפחתת דמי התחזוקה מצד הלקוחות. בשנת 2021 מידרוג מעריכה צמיחה חד ספרתית נמוכה בענף, בהשוואה לשנת 2020. רכישות ומיזוגים בענף ה-IT סייעו לחלק מהחברות לקזז את הפגיעה בהכנסות בשל משבר הקורונה. כמו כן, עליות השכר המאפיינות את הענף צפויות להתמתן במידה מסוימת לאור המשבר והחלשות הביקוש לעובדים. הנחות אלו יש לציין, נתונות באי וודאות מכיוון שמשבר הקורונה הינו ארוע מתפתח התלוי בגורמים אקסוגניים רבים. נציין כי, אופי פעילות פרויקטלי מהווה ככלל גורם שלילי לדירוג, אך גיוון וריבוי פרויקטים והיקף צבר ההזמנות, כ-328 מיליון ₪ ליום 30 ביוני 2020, לעומת כ-339 מיליון ₪ ל-31 בדצמבר 2019 משככים סיכון זה. צורת ההתקשרות באמצעות מכרזים מובילה למרווחים נמוכים יחסית אך יציבים לטווח ארוך.

הכנסות החברה (באיחוד רגיל) רשמו ירידה בשיעור של כ-10% בחציון הראשון לשנת 2020 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (בניטרול הירידה הנובעת ממכירת מרמנת). הירידה ניכרה ברוב חברות הבנות, בשני מגזרי הפעילות, ועיקרה בשל השלכות התפשטות מגיפת הקורונה שהובילו לביטול פרויקטים ודחיית מועדים של הזמנות בצבר.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה (באיחוד רגיל) יעמדו בטווח של 305-320 מיליון ₪ לשנה בשנים 2020 ו-2021, המהווה ירידה של כ-10.0% בשנת 2020 בהשוואה לשנת 2019 בנטרול מרמנת, כאשר בשנת 2021 לאור חזרת המשק לפעילות מלאה ולאור הגדלת פרויקטים, הכנסות החברה צפויות לעלות בכ-4.8% ביחס לשנת 2020. להערכתנו, רווחיות החברה צרה, בשל מיצוב קווי העסקים בהן פועלת החברה ובשל חסרונות לקוטן. הרווחיות התפעולית של מגזר המחשוב צפויה לעמוד על כ-4.4% בשנות התחזית (כ-3.5% בשנת 2019), לאור שיפור ברווחיות פרויקטים בחברת הבת טסנת. במגזר הייעוץ תרחיש הבסיס לקח בחשבון הפסד מגזרי (כ-2.2%) בשנת 2019 בנטרול מרמנת) לאור היחלשות ברווחיות פרויקטים בחברות הבת אמן ואמגון בשל משבר הקורונה מנגד שיפור ברווחיותה של חברת הבת דיאלוג בעיקר בשל פרויקט מיקור חוץ. בהתאם לכך, רווחיות החברה כולה (באיחוד רגיל ולא באיחוד יחסי) צפויה לעמוד על כ-2.3% בשנות התחזית.

לחברה מינוף נמוך מאוד והיא נשענת על כרית הונית משמעותית אשר הצטברה מרווחים שוטפים, ובניכוי חלוקת דיבידנדים שוטפת וכן נוכח מכירת חברת מרמנת. כן לחברה ניהול שמרני לצד יכולת ייצור מזומנים יציבה יחסית, אם כי צרה, אל מול היקף חוב אפסי.

לחברה יתרת מזומנים של כ-52 מיליון ₪ נכון ליום 30.06.2020 אשר נבעו בין היתר ממכירת מרמנת. אנו צופים כי התזרים החופשי שתייצר החברה בשנות התחזית, כ-4 מיליון ₪ בשנת 2020 וכ-8-9 מיליון ₪ בשנת 2021, ישמש את החברה בעיקר לתשלום

דיבידנדים, שכן לחברה צורכי השקעה מתונים. נציין כי התזרים התפעולי הצר של החברה בולט לשלילה ביחס לחברות המקבילות בדירוג זה, אולם אנו מעריכים כי בטווח הבינוני, יתרות הנזילות של החברה ישמשו כמקור למיזוגים ורכישות. נציין כי לאור חוסר הבהירות תרחיש זה לא שוקלל בתחזית מידרוג.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על איתנותה הפיננסית הגבוהה גם בטווח הקצר והבינוני, לצד שמירה על מיצובה העסקי וללא שינוי מהותי בפרופיל הסיכון.

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בהיקפי הפעילות וברווחיות של החברה
- עלייה ברמת המינוף אשר תשליך על יחסי הכיסוי במידה משמעותית

### אמנת ניהול ומערכות בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪<sup>1</sup>

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	
321	353	334	358	339	178	159	הכנסות
9.4	11.1	11.6	9.1	*46.7	*46.4	4.2	רווח תפעולי
2.9%	3.1%	3.5%	2.5%	1.7%	3.0%	2.6%	% רווח תפעולי מותאם **
4.4	4.5	10.2	5.6	2.5	2.5	0	דיבידנדים מכלולות
31	36	30	21	58	71	61	יתרות נזילות
61.0%	59.3%	57.8%	53.8%	55.9%	58.3%	59.3%	הון עצמי לסך מאזן

\* כולל רווח הון בסך 41 מיליון ₪ ממכירת מרמנת. \*\* בניטרול רווח הון חריג

### אמנת ניהול ומערכות בע"מ - נתוני מגזרי פעילות עיקריים (איחוד יחסי\*), במיליוני ₪

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	תחום ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה
230	250	215	206	152	91	64	הכנסות
8.7	11.1	15.3	7.7	**38.3	**41.5	(0.9)	רווח תפעולי

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	תחום מחשוב ותוכנה
225	238	233	251	236	122	110	הכנסות
10.0	11.3	9.8	8.1	8.3	5.3	4.8	רווח תפעולי

\* בהתאם לביאור המגזרים בדוחותיה הכספיים של החברה, ההכנסות לפי מגזרים והרווח המגזרי לאורך דו"ח זה מוצגים באיחוד יחסי, זאת בשונה מההכנסות בדוחות הכספיים המוצגים באיחוד רגיל. \*\* כולל רווח הון בסך 41 מיליון ₪ ממכירת מרמנת.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### היקף פעילות נמוך ביחס לתחומי פעילותה, מגביל את יכולת החברה "לספוג" פרויקטים הפסדיים ומחזוריות בהיקף הפרויקטים ומכביד על סיכון האשראי

אמנת פועלת במגוון רחב של קווי עסקים המסווגים תחת שני מגזרים - מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ("מגזר הייעוץ") ומגזר מחשוב ותוכנה ("מגזר המחשוב"), המהווים כ-37% וכ-63% מההכנסות באיחוד יחסי, בהתאמה, נכון לתקופה שהסתיימה ביום 30.6.2020. השירותים הניתנים במגזר המחשוב הם בעיקר ייעוץ ופיתוח תוכנה ומערכות מידע (באמצעות חברת הבת סיסנת תכנה

<sup>1</sup> החל מינואר 2017, לאחר הגדרת החברה כתאגיד קטן, החברה מחויבת בדיווח דוחות כספיים סקורים ומבוקרים על בסיס חצי שנתי.

בע"מ), בדיקות והבטחת איכות תוכנה (באמצעות חברת הבת טסנת בדיקות תוכנה בע"מ) ופיתוח והטמעה של מערכות מידע, כולל מערכות ERP (באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994 שאמנת מחזיקה בשרשור כ-70% ממניותיה). במרבית הפעילויות במגזר המחשוב מחזיקה החברה נתחי שוק נמוכים.

במגזר הייעוץ, בו עוסקת החברה בניהול פרויקטים ומתן שירותים לוגיסטיים במיקור חוץ, היא נהנית ממיצוב עסקי גבוה ביחס לגודלה, הודות לסינרגיה בין תחומי הייעוץ השונים, והיכולת לייצץ לפרויקטים גדולים לאורך מספר שלבים ובתחומים שונים. הפעילות במגזר זה מורכבת ממספר רב של פרויקטים קטנים, לצד מספר פרויקטים גדולים אשר הינם בעלי השפעה על היקף הכנסות המגזר ורווחיותו. לצד תחומי פעילות מגוונים, מגזר הייעוץ מאופיין גם בעסקאות ארוכות טווח וצרכי השקעה נמוכים לצד ניהול זהיר. פעילות הייעוץ מוטה כלפי לקוחות המגזר הציבורי (כ-60% מהכנסות החברה במגזר הייעוץ מקורן במשרדי ממשלה וגופים ציבוריים) ומאופיינת בביקושים יציבים יחסית. לאורך השנים האחרונות, משקל המגזר מסך פעילות החברה מצטמצם לצד עלייה בפעילות מגזר המחשוב וכן בשל מכירת חברת הבת מרמנת.

ניסיונה רב השנים של החברה, עם גיוון רב של פרויקטים מתחומים שונים, ו-וותק רב מול לקוחותיה, בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי, וסינרגיה בין תחומי הפעילות מקנים לחברה יתרון יחסי ותורמים למיצובה העסקי. עם זאת, היותה של החברה שחקן קטן בענפי הפעילות, ריבוי התקשרויות על בסיס מכרזים, בעיקר במגזר הציבורי, בידול נמוך ביחס למתחרים ורמת תחרות גבוהה במרבית מגזרי הפעילות משפיעים לשלילה על גמישות המחיר של החברה ועל רווחיותה. מידרוג מעריכה כי ההישענות הגבוהה על הכנסות הנובעות מהמגזר הציבורי מהווה גורם ממתן סיכון בשל התקשרויות מבוססות מכרז לתקופה ארוכה יחסית וכן בשל היציבות המאפיינת את המגזר הציבורי הממתנת את החשיפה למחזוריות הכלכלית, מנגד היעדר תקציב מדינה מונע מהחברה לגשת למכרזים חדשים במגזר הציבורי.

נציין כי החברה בולטת לשלילה בגודלה ביחס לחברות המקבילות בדירוג זה, אולם אנו מעריכים כי בטווח הבינוני, החברה תרכוש חברה בתחום התוכנה להגדלת היקף פעילותה וחיזוק איתנותה התפעולית, כך שתשפר את מעמדה ביחס לבנצ'מארק. נציין כי לאור חוסר הבהירות תרחיש זה לא שוקלל בתחזית מידרוג.

## **להערכת מידרוג, צמיחת הענף צפויה להיפגע בשנה הקרובה בשל ההשלכות הכלכליות של משבר וירוס הקורונה אולם רכישות ומיזוגים יוסיפו להוות מנוע צמיחה**

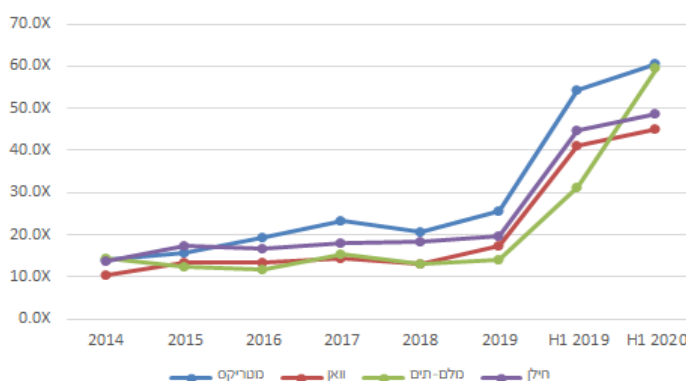
ענף טכנולוגיות המידע (Information Technology – IT) בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני-נמוך. הענף מתאפיין ברווחיות בינונית-מתונה בשל לחצי מחיר, ובתחרותיות גבוהה. נקודות החוזק של הענף הן פיזור עסקי רחב בין כל ענפי המשק, גיוון רחב של מוצרים ושירותים, לצד חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה ושירותי הערך המוסף הנובעים בעיקר מהצורך במומחיות ומוניטין, וכן מיתרונות לגודל, בעיקר בהתמודדות במכרזים לאספקת שירותים לארגונים גדולים. מטבע הדברים, הענף רגיש לשינויים טכנולוגיים, וככלל מאופיין בתכיפות יחסית של רכישות ותהליכי קונסולידציה בין חברות בשל יתרונות לגודל. לצד מרכיב של הכנסות פרויקטליות, ההכנסות בענף מתאפיינות גם במרכיב משמעותי של הכנסות "חוזרות" מתחזוקה ושדרוג של מערכות, ומרכיב זה משפר את נראות ההכנסות בענף וממתן את פרופיל הסיכון הענפי. חשיפה גבוהה למגזר הציבורי והתקשרויות באמצעות מכרזים מוסיפות ללחצי המחיר ומובילות לרווחיות הנמוכה, יחסית לתחומים אחרים של שירותים לעסקים, מנגד הענף מאופיין בחשיפה בינונית למחזוריות הכלכלית לצד ביקושים גבוהים של המגזר הציבורי המאופיין בהשקעות אנטי-מחזוריות. רמת הרווחיות בענף בינונית ביחס לענפי משק אחרים.

בשנים האחרונות הענף צומח מעבר לצמיחת התמ"ג ונהנה מחוסנו היחסי של המשק הישראלי וכן מהתגברות הביקושים בשל מעבר לערוצי התקשרות ישירים עם הלקוחות (מובייל, אתרי אינטרנט, סחר אלקטרוני וכיוצ"ב), ביקוש עולה ליכולות אנליטיקה והתמודדות עם כמויות מידע גדולות (Big Data ו-BI), צרכי אבטחת מידע גוברים עם התרחבות איומי הסייבר בארץ ובעולם, העמקת יישום פתרונות IoT, הרחבת השימוש בטכנולוגיית AI ו-Learning Machine, מגמת מיקור החוץ של מערכי IT על ידי ארגונים והתרחבות השימוש בפתרונות תוכנה ותשתיות בענן (IaaS ו-SaaS).

על פי התחזיות העדכניות של בנק ישראל<sup>2</sup>, בשנת 2020 צפוי התמ"ג לקטון בשיעור של 5.0% בתרחיש השליטה על התפתחות התחלואה ובשיעור של 6.5% בתרחיש השליטה הנמוכה על התפתחות התחלואה בעקבות השלכות משבר הקורונה, בשנת 2021 צפויה התאוששת לצמיחה של 6.5% בתרחיש השליטה על התפתחות התחלואה ובשיעור של 1.0% בתרחיש השליטה הנמוכה על התפתחות התחלואה. בנוסף, הערכת מידרוג היא לצמיחה שלילית בשיעור של 3%-5% בענף טכנולוגיית המידע בישראל בשנת 2020 והתאוששות הענף בשנת 2021, עם צמיחה חיובית שתקרב את הענף להיקפיו בשנת 2019, אולם זאת עדיין באי וודאות כתלות בהתפתחות המגיפה.

ענף ה-IT מאופיין באסטרטגיית מיזוגים ורכישות לאורך זמן. רכישות אלו מסייעות לחברות בענף להתגבר על צמיחה פנימית נמוכה, הרחבת תיק הלקוחות ותיק הפתרונות הטכנולוגיים. שנת 2020 אופיינה בהיקף רכישות גבוה יחסית בישראל, שסייעו לחלק מהחברות לקזז את הפגיעה בהכנסות בשל המשבר. מידרוג מעריכה כי היקף המיזוגים והרכישות יגבר בשנה הקרובה. כמו כן, עליות השכר המאפיינות את הענף צפויות להתמתן במידה מסויימת לאור המשבר והחלשות הביקוש לעובדים.

**התפתחות מכפילי E/P של חברות נסחרות בישראל בענף מערכות המידע**



\* מקור: מידרוג בע"מ על בסיס נתוני הבורסה לני"ע ודיווחים כספיים לציבור

### משבר הקורונה פגע במרבית חברות הבנות ובשנת 2021 צפויה התאוששות מסוימת הן מצד פרויקטים שנדחו והן בשל פרויקטים חדשים

ככלל, טבעה הפרויקטיל של החברה מוביל לתנודות בהיקף הכנסות ורווחיות שני המגזרים, אשר בשל היקפם הינם רגישים לשינוי בתמהיל הפרויקטים. לאור משבר הקורונה, הכנסות החברה (באיחוד רגיל) רשמו ירידה בשיעור של כ-10% בחציון הראשון לשנת 2020 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (בניטרול הירידה הנובעת ממכירת מרמנת). בתחום יעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה, הכנסות המגזר ירדו בכ-14.3% בחציון הראשון לשנת 2020 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד בנטרול מרמנת - (1) חלק מהכנסותיה של חברת הבת אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ נדחו מהחציון הראשון של השנה לחציון השני בשל שינויי מועדים במשרד החינוך; (2) הכנסותיה של חברת הבת אמגון בע"מ ירדו לאור צמצום הפעילות בשוק הרכב וכן לאור צמצום הפעילות בפרויקט מיקור חוץ בשירותי הדואר; (3) הכנסותיה של חברת טריפל סייבר (טריפל סייבר אבטחת מידע בע"מ שאמנת מחזיקה בשרשור כ-50% ממניותיה) ירדו לאור ביטול פרויקטים בשל משבר הקורונה.

בתחום מחשוב ותוכנה, הכנסות המגזר ירדו בכ-9.5% בחציון הראשון לשנת 2020 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד - (1) הכנסותיה של חברת הבת טסנת בדיקות תוכנה בע"מ ירדו לאור הירידה בפעילות בתחום הפיננסי בתקופת הקורונה, מנגד בתחום הביטחוני נשמרה יציבות; (2) הכנסותיה של חברת הבת סיסנת תכנה בע"מ ירדו לאור צמצום הפעילות ברכבת ישראל, נציון כי החברה זכתה במכרז ממלכתי אשר צפוי להגדיל את הכנסות החברה בתחום זה בשנת 2021.

<sup>2</sup> התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, בנק ישראל, אוקטובר 2020

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הכנסות החברה (באיחוד רגיל) יעמדו בטווח של 305-320 מיליון ₪ לשנה בשנים 2020 ו-2021, המהווה ירידה של כ-10% בשנת 2020 בהשוואה לשנת 2019 בנטרול מרמנת, כאשר בתחום יעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה, הכנסות המגזר צפויות לרדת בכ-11.5% ובתחום מחשוב ותוכנה, הכנסות המגזר צפויות לרדת בכ-9%, זאת לאור דחייה וצמצום הפעילות בחלק מהפרויקטים בשל משבר הקורונה.

בשנת 2021 לאור ההתאוששות שאנו מניחים בצמיחת המשק, בהתאם גם להערכות ב"י, ולאור גידול מזוהה של פרויקטים מסוימים בחברה, הכנסות החברה צפויות לעלות בכ-4.8% ביחס לשנת 2020, כאשר בחלוקה למגזרים: תחום יעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה הכנסות המגזר צפויות לעלות בין היתר בשל הגדלת פרויקט מיקור חוץ בחברת הבת דיאלוג וכן הרחבת הפעילות בחברת הבת טריפל סייבר; בתחום מחשוב ותוכנה הכנסות המגזר צפויות לעלות, בין היתר בשל הרחבת היקף הפעילות בתחום הביטחוני בחברת הבת טסנת וכן הרחבת הפעילות בחברת הבת סיסנת, לאור זכייתה, כאמור, במכרז ממלכתי אשר צפויה לקבל ביטוי בשנת 2021.

### **רווחיות החברה מושפעת לשלילה מערך מוסף מתון בלבד, ממאפייני ההתקשרות עם לקוחות ממשלתיים גדולים ומחסרון לקוטן**

שיעורי הרווחיות של החברה אינם הולמים את רמת הדירוג, אך מייצגים רווחיות סבירה במגזר המחשוב לצד רווחיות שלילית במגזר הייעוץ. לאורך השנים, מגזר הייעוץ היה בעל הרווחיות הגבוהה מבין שני מגזרי פעילות החברה. אולם, מכירת ברעם בשנת 2017 וכאמור מכירת החזקת החברה ב-50% ממניות מרמנת בשנת 2019, שתיהן אופיינו בפרויקטים בעלי רווחיות גבוהה יחסית, הובילו לשחיקה מהותית ברווחיות המגזר. מגזר הייעוץ רשם הפסד של כ-0.9 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2020 (כ-1.4%) מהכנסות המגזר), בהמשך להפסד שנרשם גם בשנת 2019 (בנטרול רווח הון). השחיקה ברווחיות נבעה מהירידה בהכנסות המגזר (גם בניטרול השפעת המכירה של מרמנת) עוד טרם למשבר הקורונה, בשל דחיית פרויקטים וכן בהמשך, נוכח משבר הקורונה, כאשר מספר פרויקטים שנדחו צפויים לחזור ולתרום לרווחיות המגזר בשנות התחזית, החל מחציון 2 בשנת 2020. להערכתנו, מגזר הייעוץ עודנו צפוי להציג הפסד מגזרי בשנות התחזית. תרחיש הבסיס לקח בחשבון הפסד מגזרי בשנת 2020 כולה, לאור היחלשות ברווחיות פרויקטים בחברות הבת אמן ואמגון בשל משבר הקורונה. מנגד, שיפור ברווחיותה של חברת דיאלוג, בעיקר בשל פרויקט למשרד הבריאות, יביאו להקטנת ההפסד בשנת 2021.

מגזר המחשוב מפגין לאורך השנים האחרונות רווחיות מגזרית יציבה יחסית. בשנת 2019 רשם המגזר שחיקה ברווחיות בעיקר לאור רישום הפחתות חד פעמיות והפסדי אקטואריה. בדומה לחברות אחרות בענף ה-IT, התשומה העיקרית של החברה הינה כוח האדם שלה, וההוצאה על שכר (כולל על קבלני משנה) מהווה את מרבית הוצאות החברה, מאפיין אשר מעיב על רווחיות המגזר. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי הרווחיות התפעולית של מגזר המחשוב צפויה לעמוד על כ-4.4% (כ-3.5% בשנת 2019), לאור שיפור ברווחיות פרויקטים בחברת הבת טסנת. רווחיות החברה כולה (באיחוד רגיל ולא באיחוד יחסי) צפויה לעמוד על כ-2.3% בשנות התחזית. יצוין, כי בשל היקף הפעילות המוגבל של החברה, רווחיות החברה נתונה לשינוי בתמהיל פרויקטים או אף בביצועים של כמה מהפרויקטים, גורם חשיפה שלילי בדירוג.

### **איתנות פיננסית גבוהה מפצה על תזרימי מזומנים צרים**

תזרימי המזומנים של החברה מוערכים על-ידי מידרוג כיציבים אולם נמוכים בהיקפם. תרחיש הבסיס של מידרוג גוזר EBITDA של 12-13 מיליון ₪ לשנה בשנות התחזית, בהתאם לכך מקורות החברה מפעילות (FFO). הכוללים גם דיבידנדים מחברות כלולות שאיננו צופים בשנות התחזית, צפויים להסתכם בכ-13 מיליון ₪ בשנות התחזית, זאת בהשוואה ל-FFO של כ-11.7 מיליון ₪ בשנת 2019 (אשר כלל דיבידנדים שוטפים מכלולות בהיקף של 2.5 מיליון ₪) בנטרול מס רווח הון בסך 8 מיליון ₪.

לחברה יתרת מזומנים של כ-52 מיליון ₪ נכון ליום 30.06.2020, אשר נבעה בין היתר ממכירת אחזקותיה במרמנת במהלך שנת 2019. אנו צופים כי בשנים 2020-2021 החברה תייצר תזרים מזומנים חופשי (FCF) לפני דיבידנדים בטווח של 3.5-7 מיליון ₪ לשנה. אנו

מעריכים כי התזרים החופשי יופנה כולו לחלוקת דיבידנדים, נוכח היעדר צורכי שירות חוב, וברקע קופת המזומנים המשמעותית שבידי החברה.

החברה הפגינה מדיניות פיננסית ועסקית שמרנית יחסית לאורך כל השנים האחרונות, ונמנעה מביצוע השקעות ניכרות במיזוגים ורכישות, מה שהגביל את צמיחתה, כאשר עיקר עודפי המזומנים מהפעילות מנותבים להתנעת פרויקטים חדשים וחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. לדברי החברה, עד היום עסקאות רכישה בשוק נעשו במכפילים גבוהים למדי והצפי הוא שמשבר הקורונה ישפר מכפילים אלו. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי בטווח הבינוני החברה תרכוש חברה בתחום התוכנה, אך לאור חוסר הבהירות לא שוקלל בתחזית מידרוג. הניהול השמרני מתבטא, כאמור, ביתרות חוב זניחות ובהיעדר צפי לגיוס חוב.

יחס הון למאזן ליום 30.06.2020 עמד על כ-59.3% בהשוואה לכ-58.3% בתקופה המקבילה אשתקד, ואף צפוי להשתפר בשנות התחזית לכ-62% - יחס גבוה המשקף כרית הונית משמעותית לספיגת הפסדים. יחס כיסוי חוב ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 1.0X-1.4X (כ-0.9X בשנת 2019) ויחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון נטו) צפוי לעמוד בטווח של 13.5X-15.5X (כ-30.5X בשנת 2019) בשנות התחזית.

### שיקולים נוספים לדירוג

**במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, הבאנו בחשבון לשלילה היקף הכנסות נמוך ותזרים מזומנים צר יחסית, בין היתר בשל מכירת פעילויות אשר היוו מקורות הכנסה מהותיים לחברה לצד אי רכישת פעילויות משמעותיות חדשות**

היקף הפעילות הנמוך של החברה ביחס לרמת הדירוג, במונחי היקף המחזור, מגביל את יכולת החברה "לספוג" פרויקטים הפסדיים ומחזוריות בהיקף הפרויקטים, ומהווה גורם המכביד על פרופיל הסיכון העסקי ומגביל את הדירוג.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.06.2020			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Baa.il	305-320	Baa.il	320	היקף הכנסות (מיליוני ₪) LTM	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	2.3%	Ba.il	1.4%	שיעור רווח תפעולי LTM	רווחיות
Aaa.il	62%	Aaa.il	59.3%	הון עצמי / מאזן	
Aa.il	-1.4X 1.0X	Aaa.il	0.9X	חוב מותאם / EBITDA LTM	
Baa.il	12.7	Baa.il	12	LTM FFO (מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
Aaa.il	X -15.5 13.5X	Aa.il	6.6X	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו LTM	
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A2.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

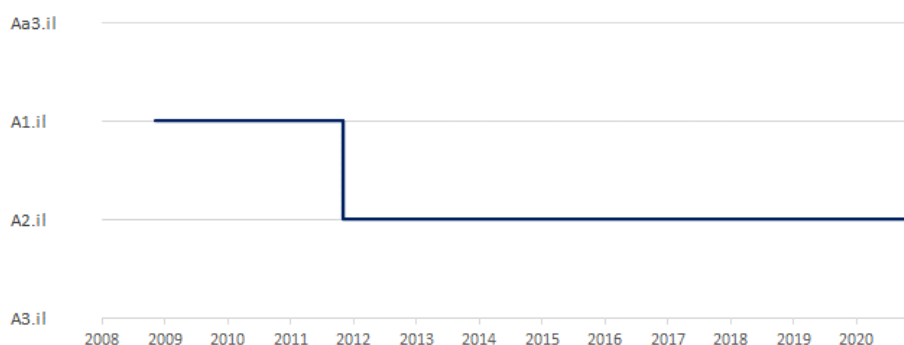
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.



## אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ חברה ציבורית פועלת כבית מערכות רב מקצועי, באמצעות חברות מוחזקות שלה, בשני מגזרי פעילות עיקריים: מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה במסגרת מספקת שירותי ייעוץ וליווי חברות באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ (החזקה של 100% מהון המניות), שירותי ניהול פרויקטים בדגש שירותי מיקור חוץ וניהול באמצעות אמוגון בע"מ (65% מהמניות, 50% בזכויות הצבעה) ושירותים נוספים באמצעות חברות בנות אחרות; מגזר המחשוב והתוכנה במסגרת 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% בידי סיסנת) ושירותי יישום של מערכות ERP באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994 (74% בידי סיסנת) ובאמצעות קונקור מערכות בע"מ (100% בידי תדיעד). יו"ר הקבוצה הינו מר אברהם אסף ומנכ"ל הקבוצה הינו מר שמואל בר אור.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אמנת ניהול ומערכות בע"מ - דוחות דירוג](#)

[דירוג תאגידי לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

20.12.2020	תאריך דוח הדירוג:
29.12.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.11.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אמנת ניהול ומערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אמנת ניהול ומערכות 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 המדורגים 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 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 סיכויי 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 ביועץ 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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 איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה 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>