

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ

מעקב | ספטמבר 2020

אנשי קשר:

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

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

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב סדרה ג' שהנפיקה וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ (להלן: "החברה" או "וואן"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.05.2022	יציב	A1.il	1610187	ג'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב ממיצוב פיננסי בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג ולמול קבוצת השוואה¹, עם מינוף נמוך ויחסי כיסוי מהירים. המיצוב העסקי של החברה הולם לרמת הדירוג, עם היקף הכנסות מתון יחסית, מעמד בולט בתחום פיתוח, הטמעה והפצה של מגוון פתרונות תוכנה, ובפרט מערכות ERP ומערכות מבוססות ענן ויישומי דיגיטל, פיזור גבוה של לקוחות על פני מספר סקטורים במשק הישראלי ומגוון רחב וגדול של פרויקטים. ענף טכנולוגיית המידע (IT) בישראל נהנה בשנים האחרונות מצמיחה חיובית, הגבוהה משיעור צמיחת התמ"ג, הן על רקע חוסנו היחסי של המשק הישראלי וכן בשל התגברות הביקושים בקרב הסקטור הפיננסי והממשלה. רמת התחרות בענף מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה ומתבטאת במחיר השירותים, עם מספר שחקנים דומיננטיים, בין היתר, בשל יתרונות לגודל אשר הובילו לתהליכי קונסולידציה בענף, פעילות מקומית של חברות ענק בינלאומיות, לצד ריבוי מתחרים קטנים. בהתאם לתחזיות בנק ישראל מחדש אוגוסט, התוצר צפוי להתכווץ בשנת 2020 בטווח של 4.5%-7%, ולעלות בשנת 2021 ב-3% -6%. להערכת מידרוג, צמיחת הענף צפויה להיפגע בשנה הקרובה בשל ההשלכות הכלכליות של משבר וירוס הקורונה², אשר צפויות להוביל לירידה בהזמנות מחדשות מצד ארגונים שפועלים לצמצם הוצאות לא חיוניות וכן בשל לחצים להפחתת דמי התחזוקה מצד הלקוחות. 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.

החברה הינה אחת מחברות ה-IT המובילות בישראל, בעלת נתחי שוק מהותיים בענף, היקף פעילות בסדר גודל בינוני, עם מחזור הכנסות של כ-1.63 מיליארד ₪ בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.06.2020. החברה מיישמת אסטרטגיית מיזוגים ורכישות בצורה שמרנית ובהיקפים מתונים, הן בליבת פעילותה והן בתחומים חדשים משיקים. במסגרת זו החברה מתמקדת בתחום הענן אשר חסין מפני משבר הקורונה בעיקר בשל חיוניות הטכנולוגיה עבור ארגונים אשר הסבו את עיקר פעילותם למתן שירותים דיגיטליים וכן עבודה שוטפת מהבית, וצפוי להיות מנוע צמיחה משמעותי לחברה. להערכתנו, רכישות אלו ורכישות עתידיות יביאו לצמיחה אנאורגנית, הצפויה לקזז את הצמיחה האורגנית השלילית בעת משבר הקורונה.

רווחיותה התפעולית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כטובה ויציבה. עמוד התווך של הרווחיות הוא במגזר פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף, המציג רווחיות תפעולית גבוהה ביחס למגזרי החברה האחרים וביחס לחברות ברות השוואה מהענף. כאשר מוקדי הרווח העיקריים בו הם בפתרונות תוכנה הקשורים במערכות ליבה לארגונים, ובהם פתרונות ERP, פתרונות למגזר המוניציפלי ופתרונות תוכנה בענן.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020 הכנסות החברה תצמחנה בשיעור של כ-7.0%, צמיחה שתנבע ברובה ממגזר פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף וזאת כתוצאה מרכישות בהיקפים משמעותיים שהחברה השלימה בשנה

¹ קבוצת השוואה כוללת חברות טכנולוגיות מידע ציבוריות.

² בהתאם לתחזיות IDC, צפויה ירידה בשיעור של כ-7.4% בענף ה-IT בישראל לעומת שנת 2019.

האחרונה. אלו יקצזו את הפגיעה בהכנסות מהפעילות האורגנית בעיקר בשל משבר הקורונה, הרווחיות התפעולית של החברה אשר נעה בטווח של 6.5%-7.0% ב-3 השנים האחרונות, צפויה להערכתנו להיות מושפעת לחיוב מרווחיות מגזר פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף ולהיותו בטווח זה בשנות התחזית. תרחיש הבסיס לעיל גוזר EBITDA ו-FFO בטווחים של 180-190 מיליון ש"ח ו-145-155 מיליון ש"ח לשנה, בשנים 2020 ו-2021, בהתאמה למול כ-160 מיליון ש"ח ו-136 מיליון ש"ח בשנת 2019, בהתאמה.

מינוף נמוך, תזרים מזומנים תפעולי יציב ומשמעותי ויחסי כיסוי מהירים, מקנים לחברה גמישות עסקית לבצע מיזוגים ורכישות מבלי שאלו יכבידו על מאזנה, גורם התורם לחוסנה העסקי. החוב הפיננסי המותאם של החברה, אשר כולל בנוסף התחייבויות בגין צירוף עסקים והתחייבויות חכירה הסתכם בכ-308 מיליון ש"ח ליום 30.06.2020 (מתוך כך כ-111 מיליון ש"ח בגין התחייבויות חכירה), זאת בהשוואה לכ-245 מיליון ש"ח (מתוך כך 37 מיליון ש"ח בגין התחייבויות חכירה) ברבעון המקביל אשתקד, כאשר הגידול בחוב מיוחס לגידול בהתחייבויות החכירה. יחס הון עצמי לסך מאזן עמד על כ-33%, נכון ליום 30.06.2020, ללא שינוי מהותי בשנה החולפת. בשנות התחזית צפויה להערכתנו גידול מתון בחוב הפיננסי בעיקר נוכח תזרימי מזומנים חזקים מפעולות והערכתנו להמשיך השקעות במיזוגים ורכישות. אנו מניחים המשך יציבות ביחסי הכיסוי של החברה עם יחסי כיסוי חוב ל-EBITDA בטווח של 1.8-2.0, הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

נזילות החברה וגמישותה הפיננסית הינן גבוהות ונשענות על יכולת ייצור מזומנים טובה, עם היקף FFO של כ-145 מיליון ש"ח צפוי בשנת 2020 בתרחיש הבסיס של מידרוג (בהשוואה לכ-136 מיליון ש"ח נכון לשנת 2019), יתרות נזילות של כ-126 מיליון ש"ח נכון ליום 30.06.2020 ומסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי של כ-136 מיליון ש"ח, כ-57 מיליון ש"ח מתוכם הינם מסגרות חתומות וכ-79 מיליון ש"ח הינם מסגרות שאינן חתומות. מנגד, לחברה מדיניות דיבידנד של עד כ-66% מהרווח הנקי, וכאמור אסטרטגיית רכישות ומיזוגים שצפויה להימשך בטווח הקצר והבינוני. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להציג תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בשנת 2020 בהיקף של כ-30 מיליון ש"ח שיוביל לגידול בחוב הפיננסי בהיקף זהה. מידרוג מעריכה באופן חיובי את הניהול העסקי והפיננסי של החברה, אשר הוכח לאורך זמן כשמרני ויציב, לצד עמידה של החברה ביעדי תקציב מול ביצוע וניהול הדוק.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תשמור על מעמדה העסקי הנוכחי בשוק טכנולוגיית המידע ותציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות, וכי תשמור על מדיניות פיננסית שמרנית.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות תוך שמירה על יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA עד 2.0

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות
- עליית יחס חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל ל-3.0 לאורך זמן

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	H1 2019	H1 2020	
1,308	1,396	1,432	1,608	815	842	הכנסות
91	96	95	117	53	62	רווח תפעולי לפני אחרות
34%	36%	36%	32%	33%	33%	הון עצמי לסך מאזן
1.3X	1.3X	1.3X	1.9X	1.9X	1.8X	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA
7.4X	7.0X	10.5X	7.6X	7.9X	8.2X	רווח תפעולי לפני אחרות להוצאות מימון ברוטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מיצוב עסקי גבוה המבוסס על פתרונות בעלי ערך מוסף בתחום התוכנה בענף בעל סיכון בינוני - נמוך

וואן נמנית בין חברות טכנולוגיות המידע המובילות בישראל, והיא פועלת בשני מגזרים בענף טכנולוגיות המידע - מגזר פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף ומגזר פתרונות תשתית מיחשוב, תוך שהיא נהנית מיתרונות סינרגיה ביניהם. מגזר הפעילות העיקרי של החברה הנו פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף (כ- 58% וכ- 66% מהמכירות ומהרווח התפעולי המגזרי, בחציון הראשון של שנת 2020, בהתאמה), כאשר מגזר זה צמח במידה ניכרת בשנים האחרונות CAGR של כ-7% החל משנת 2015 ועד שנת 2019 בעיקר נוכח רכישות של חברות. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020 תרשום החברה צמיחה של כ-7% בגין רכישת חברות שבוצעו ברבעונים האחרונים, ועל אף שחיקה בהכנסות מהפעילות האורגנית בעיקר בשל משבר הקורונה. אלו יביאו להערכתנו להכנסות של 1.7-1.8 מיליארד ₪ בשנה, היקף גבוה משנים קודמות אשר יתרום למעמדה העסקי של החברה בתחומי פעילותה ואף עתיד להשפיע לטובה על רווחיות החברה.

מיצובה העסקי של החברה מבוסס על הערכתנו כי החברה בעלת ניסיון, מוניטין ונתחי שוק מהותיים בתחום הטמעת מערכות ליבה, עם דגש על מערכות ERP לעסקים הן מתוצרתה והן בתחום הפתרונות בסביבת SAP, Oracle ו-Priority המאופייין בשיעורי רווחיות גבוהים. במסגרת זאת, החברה משמשת כמטמיעה לא בלעדית של מוצרי SAP, Oracle, ServiceNow, Salesforce, ועוד, וכן משווקת מוצרי ERP פרי פיתוח עצמי, לצד מוצרי תוכנה נוספים כגון מערכות CRM. כמו כן, החברה מציעה פתרונות תשתיות מחשוב הן בהיבט של שיווק והפצת חומרה והן בהיבט של הקמת ותחזוקת תשתיות, ובכלל זה פתרונות תשתית בענן.

המגוון הרחב של השירותים והמוצרים שמספקת החברה מעניק לה יתרונות סינרגטיים המאפשרים לה להציע ללקוחותיה מוצרים משלימים במסגרת הצעת ערך מקיפה יותר ומשפר את פרופיל הסיכון העסקי של החברה. לחברה חשיפה גבוהה לסקטור הציבורי (כ-42% מההכנסות לשנת 2019) ולסקטור מיחשוב והייטק (כ-25% מההכנסות לשנת 2019), וכן נוכחות משמעותית גם במגזר הפיננסי האחראי לכ-8% מהכנסות החברה, המאופייין ביציבות ביקושים המונעים מדרישות רגולציה. להערכתנו, ביקושים אלו, ממתנים במידה מסוימת את החשיפה למחזוריות הכלכלית ותומכים ביציבות הכנסות החברה לאורך זמן.

החברה מאופיינת במגוון רב של פרויקטים בסדרי גודל קטנים-בינוניים, עם זאת שיעור ניכר מההכנסות בתחום פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף מגיע מלקוחות ותיקים, מולם לחברה מערכת יחסים ארוכת טווח, הנובעת משירותים שניתנו לאורך פרקי זמן ארוכים, גורם התורם ליציבות ההכנסות. בהקשר זה, יכולת השבת ההכנסות של החברה בולטת לחיוב ומהווה גורם חיובי בדירוג.

מרבית החוזים של החברה מבוססים Time & Material, גורם המפחית את הסיכון להפסדים בלתי צפויים ומקטין את תנודתיות הרווח לאורך זמן. מגזר פתרונות תשתיות מחשוב (מוצרי חומרה בעיקר) מאופייין בחוזים קצרים יותר, מה שמוסיף לסיכון המגזר.

החברה פועלת בעיקר בישראל, ללא פיזור הכנסות ברמה הגיאוגרפית, אולם עם פיזור פעילות רחב על פני כלל ענפי המשק הישראלי.

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 בישראל מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני-נמוך, כאשר תחום פתרונות תשתית מיחשוב מאופייין ברמת רווחיות נמוכה יותר ובסיכון גבוה יותר בהשוואה לתחום פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף, אם כי היקף חשיפתה של החברה לתחום זה הינו מוגבל, וגם בו החברה מרחיבה את פעילותה בתחום פתרונות תשתית מחשוב בענן. הענף מאופייין בחשיפה בינונית למחזוריות הכלכלית, לצד ביקושים גבוהים של המגזר הציבורי המאופייין בהשקעות אנטי-מחזוריות. תחום פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף מאופייין בחסמי כניסה ובחסמי מעבר גבוהים יחסית, ובפרט בהשוואה לתחום פתרונות תשתית מיחשוב. רמת התחרות בענף מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה, עם מספר שחקנים דומיננטיים, בין היתר, בשל יתרונות לגודל אשר הובילו לתהליכי קונסולידציה בענף, פעילות מקומית של חברות ענק בינלאומיות, לצד ריבוי מתחרים קטנים. חשיפה גבוהה למגזר

הציבורי והתקשוריות באמצעות מכרזים מוסיפות ללחצי המחיר ומובילות לרווחיות הנמוכה, יחסית לתחומים אחרים של שירותים לעסקים. הענף מאופיין בחשיפה אינהרנטית לשינויים טכנולוגיים, המובילים לצמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות. בשנים האחרונות הענף צומח מעבר לצמיחת התמ"ג ונהנה מחוסנו היחסי של המשק הישראלי וכן מהתגברות הביקושים בשל מעבר לערוצי התקשורת 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).

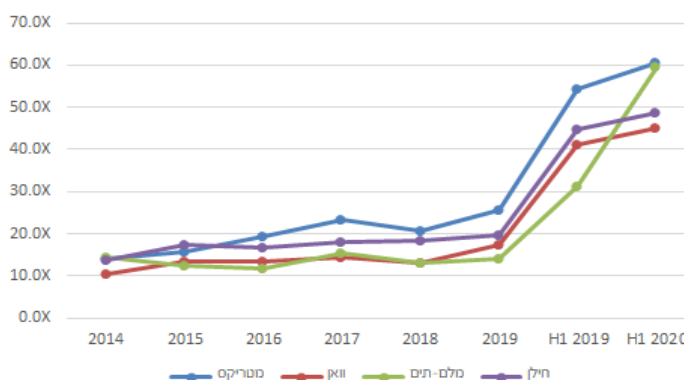
בהתאם לתחזיות בנק ישראל מחדש אוגוסט, התוצר צפוי להתכווץ בשנת 2020 בטווח של 4.5%-7%, ולעלות בשנת 2021 ב-3% -6%. בנוסף, בהתאם לתחזיות IDC, צפויה ירידה בשיעור של כ-7.4% בענף ה-IT בישראל לעומת שנת 2019. בסקירת ענף ה-IT מחדש אפריל³, מבחינה מודיס בין מספר תחומים: אלו שצפויים להיפגע ממשבר הקורונה הינם בין היתר תחומי המדפסות, מכונות הצילום, tech hardware אשר הוצאות בגינם צפויות להידחות, בעוד שתחום הענן וה-software צפויים להראות צמיחה דו ספרתית וכאשר המשק יצא ממשבר הקורונה, המעבר לענן צפוי להאיץ בעיקר בשל יתרונותיו ביכולות מחשוב מורחבות וכן בחיסכון בהוצאות קבועות בגין עלויות מבוססות שימוש חלף השקעות. כמו כן, צפויה עלייה זמנית במכירות המחשבים בשל מעבר לעבודה ולמידה מרחוק. להערכת מידרוג, צמיחת הענף צפויה להיפגע בשנה הקרובה 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.

ענף ה-IT מאופיין באסטרטגיית מיזוגים ורכישות לאורך זמן. רכישות אלו מסייעות לחברות בענף להתגבר על צמיחה פנימית נמוכה, הרחבת תיק הלקוחות ותיק הפתרונות. הרכישות האחרונות סייעו לחלק מהחברות לקזז את הפגיעה בהכנסות בשל המשבר. כמו כן, עלויות 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.

Value-Added Services Markets⁵



התפתחות מכפילי E/P בענף מערכות המידע⁴



Moody's – Diversified information technology global, 14 April 2020 ³

הבורסה לניירות ערך נתונים פומביים, דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג ⁴

STKI – Published on May 30, 2020 ⁵

מיזוגים ורכישות תרמו לגידול בשורת ההכנסות והרווח

בשנים האחרונות אסטרטגיית החברה מבוססת במידה רבה על צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות הן בתחומי פעילותה והן בתחומים חדשים המשיקים לתחומי פעילות החברה, כאופייני לענף, נוכח חדשנות גבוהה המאפיינת את הענף ויתרונות לגודל. מידרוג מעריכה כי צמיחה שאינה פנימית הינה בעלת פרופיל סיכון גבוה יותר, אולם יכולת החברה לבצע מיזוגים ורכישות, המוערכת על-ידי מידרוג כטובה נוכח טרם רפורד חיובי, ממתנת את הסיכון האמור. להערכתנו, רכישות אלו ורכישות עתידיות יביאו לצמיחה שאינה אורגנית, הצפויה לקזז את הצמיחה השלילית האורגנית בגין משבר הקורונה.

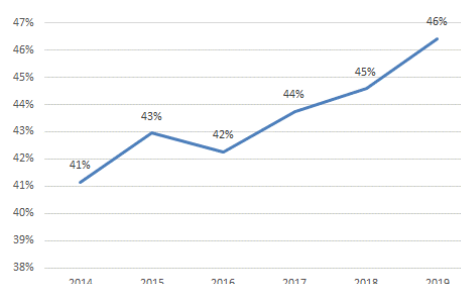
בשנה האחרונה החברה רכשה כ-51% מחברת א. אפשטיין ובניו בתמורה לכ-11.2 מיליון ₪, חברה המתמחה בניהול פרויקטים בתחום התשתיות והבנייה ובעיקר בתחום התשתיות הלאומיות. בנוסף, בחודש אוגוסט השנה רכשה החברה כ-70% מחברת יוביטק סולושנס בע"מ בתמורה לכ-14 מיליון ₪, החברה עוסקת במכירת יישום והטמעה של שירותי מחשוב ענן למערכות בסביבת מיקרוסופט. במסגרת אסטרטגיית המיזוגים והרכישות, מתמקדת החברה בתחום פתרונות בענן הצומח, גם בתקופת משבר הקורונה, בשל חיוניות הטכנולוגיה עבור ארגונים אשר הסבו את עיקר פעילותם למתן שירותים דיגיטליים וכן עבודה שוטפת מהבית, וצפוי להוות מנוע צמיחה משמעותי לחברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי בשנת 2020 הכנסות החברה תצמחנה בשיעור של כ-7.0% בעיקר בגין רכישות שבוצעו, אלו יביאו להערכתנו להכנסות של 1.7-1.8 מיליארד ₪ בשנה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה המיוחסות למגזר פתרונות ושירותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף יצמחו בכ-156 מיליון ₪, גידול המיוחס לצמיחה אנאורגנית כתוצאה ממיזוגים ורכישות שנעשו בשנה האחרונה וכן צמיחה אורגנית שלילית לאור משבר הקורונה, במגזר פתרונות תשתית מיחשוב אנו צופים יציבות.

רווחיות החברה הולמת את רמת הדירוג ומושפעת לחיוב ממגזר פתרונות ושירותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף

רווחיותה התפעולית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כטובה ויציבה. עמוד התווך של הרווחיות הוא במגזר פתרונות ושירותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף, המציג רווחיות תפעולית גבוהה ביחס למגזרי החברה פתרונות תשתיות מיחשוב וביחס לחברות ברות השוואה מהענף. כאשר מוקדי הרווח העיקריים בו הם בפתרונות תוכנה הקשורים במערכות ליבה לארגונים, ובהם פתרונות ERP, פתרונות למגזר המוניציפלי ופתרונות תוכנה בענן. רמת התחרות בענף מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה, עם מספר שחקנים דומיננטיים, בין היתר, בשל יתרונות לגודל אשר הובילו לתהליכי קונסולידציה בענף, פעילות מקומית של חברות ענק בינלאומיות, לצד ריבוי מתחרים קטנים. הרווחיות התפעולית של וואן עומדת על כ-7.0% (ממוצע תלת שנתי) והנה טובה ביחס לענף. נציין כי לחברה מבנה הוצאות קשיח נוכח מרכיב הוצאות השכר המהווה את ההוצאה המרכזית של החברה, מלבד רכישת החומרה. בהתאם לדוחות החברה, אומדן ההכנסות לעובד במגמת עלייה בשנים האחרונות (עלה בכ-6% בשנת 2019 בהשוואה לאשתקד) ואף הוצאות השכר ביחס להכנסות במגמת עלייה בשנים האחרונות (עומד על כ-46% בשנת 2019 לעומת 45% בשנת 2018), אלו מעידים כי מגמת העלייה נבלמה בשנתיים האחרונות ונותרה יציבה סביב ה-45% והדבר מעיד על התאמה בין תשומות העובדים למרכיב ההכנסות.

הוצאות שכר ונלוות כשיעור מהכנסות החברה⁶



⁶ דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

תרחיש הבסיס מעריך רווחיות תפעולית כוללת בטווח של 7.0%-6.5%. בתוך כך, הרווחיות שאנו צופים למגזר פתרונות ושרותי תוכנה, ייעוץ, ניהול ושירותי ערך מוסף עומדת על כ-8.8% (כ-9.1% רווחיות לחציון ראשון לשנת 2020, כ-8.8% רווחיות ממוצעת תלת שנתית) אשר מונעת בעיקר ממיזוגים ורכישות, ולמגזר פתרונות תשתית מיחשוב כ-6.2% (כ-6.3% רווחיות לחציון ראשון לשנת 2020 ובדומה לרווחיות ממוצעת תלת שנתית). כל אלו צפויים להוביל להיקף רווח תפעולי בטווח של כ-130-120 מיליון ש"ח לשנה.

פרופיל פיננסי בולט לטובה בזכות מינוף מתון ותזרימי מזומנים משמעותיים - תרחיש הבסיס של מידרוג מניח עלייה מתונה בחוב וזאת לאור המשך אסטרטגיית המיזוגים והרכישות של החברה

אסטרטגיית החברה למיזוגים ורכישות תומכת בצמיחה של החברה לאורך השנים בהתאם לאסטרטגיית הקיימת בענף, אך מאופיינת בגידול בחוב הפיננסי, לרבות התחייבויות לרכישת זכויות המיעוט. עם זאת, מידרוג מביאה בחשבון כי הטרק רגורד של החברה מצביע על רכישות של חברות תזרימיות, לצד הטמעה מוצלחת של החברות המוחזקות, כאשר לאורך השנים החברה השכילה לבצע רכישות בהיקפים מדודים. בין השנים 2017 עד לשנת 2019 השקיעה החברה ברכישת חברות (לרבות התחייבות בגין צירופי עסקים) סך של כ-130 מיליון ש"ח אשר מומנה בחלקה הארי כנגד גידול בחוב נטו. בשנת 2020, המשיכה החברה ביישום אסטרטגיית מיזוגים ורכישות כאמור תוך השקעה נוספת של כ-27 מיליון ש"ח נוספים.

החוב הפיננסי המתואם של החברה, אשר כולל התחייבויות בגין צירוף עסקים והתחייבויות חכירה עמד על כ-308 מיליון ש"ח (מתוך כך כ-177 מיליון ש"ח יתרת בנקים ואג"ח) ליום 30.06.2020. יחס הון עצמי לסך מאזן יציב והנו-33%, נכון ליום 30.06.2020. תרחיש הבסיס לעיל גוזר EBITDA בטווח של 180-190 מיליון ש"ח לשנה ו-FFO בטווח של 145-155 מיליון ש"ח לשנה, בשנים 2020 ו-2021, בהתאמה, למול כ-160 מיליון ש"ח וכ-136 מיליון ש"ח בשנת 2019, בהתאמה. בהתאם לכך, יחס כיסוי חוב ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח 1.8-2.0, הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, ויחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי להוצאות המימון), ל-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2019 עמד על כ-8.2, וצפוי להישמר בשנות התחזית נתון נוסף המצביע על יכולת שירות חוב טובה של החברה. מידרוג מניחה כי בקיבולת הדירוג גידול נוסף ברמת המינוף. בשנות התחזית, צפויה להערכתנו עלייה מתונה ברמת החוב וביחס הון למאזן, בעיקר נוכח תזרימי מזומנים חזקים מפעולות והערכתנו להמשך השקעות במיזוגים ורכישות. מידרוג מעריכה כי לחברה גמישות פיננסית גבוהה ונגישות גבוהה למקורות מימון נוכח פרופיל פיננסי בולט לחיוב ומיצוב עסקי טוב. החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס להתחייבויותיה.

גמישות פיננסית טובה ומדיניות פיננסית שמרנית

להלן תרחיש הבסיס של מידרוג לגבי אומדן המקורות והשימושים של החברה לשנת 2020, אשר גוזר לחברה יחס מקורות לשימושים של כ-1.5 אשר להערכתנו מצביע על נזילות מספקת:

מקורות לתקופה בטווח של כ-306 מיליון ש"ח, כדלקמן:

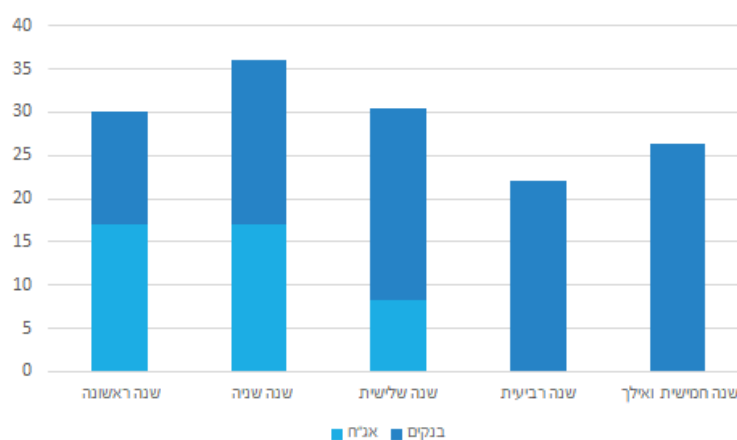
- יתרת המזומנים ליום 31.12.2019 בסך כ-61 מיליון ש"ח
- תחזית מידרוג למקורות מפעולות (FFO) לשנה החל מ-31.12.2019, בהיקף של כ-145 מיליון ש"ח
- גיוס התחייבויות פיננסיות חדשות בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח
- שימושים לתקופה בטווח של כ-212 מיליון ש"ח, כדלקמן:
- שינויים בהון חוזר תפעולי בהיקף של כ-15 מיליון ש"ח
- פירעון התחייבויות פיננסיות בסך של כ-61 מיליון ש"ח (מתוך כך כ-33 מיליון ש"ח בגין פירעון התחייבות צירוף עסקים ומתוכם 23 מיליון ש"ח שבוצע בחציון ראשון 2020)

- השקעות הוניות בסך של כ-81 מיליון ₪ בשנת 2020 בגין השקעה ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים, רכישת חברות ופרעון התחייבויות חכירה

- תשלום דיבידנד שנתי בהתאם למדיניות חלוקה של 66% מהרווח הנקי בסך של 55 מיליון ₪

בנוסף, החברה מחזיקה לאורך מספר שנים מסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים המפוזרות על פני מספר בנקים, ונכון לתאריך 30.06.2020 לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-136 מיליון ₪, כ-57 מיליון ש"ח מתוכם הינם מסגרות חתומות וכ-79 מיליון ₪ הינם מסגרות שאינן חתומות אשר הועמדו על ידי שורה של בנקים מולם החברה פועלת מספר שנים.

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ - התפלגות פירעון הלוואות לזמן ארוך ליום 30.06.2020, במיליוני ש"ח



* לא כולל אשראי ז"ק ליום 30.06.2020 בסך כ-40.4 מיליון ₪.

מטריצת הדירוג

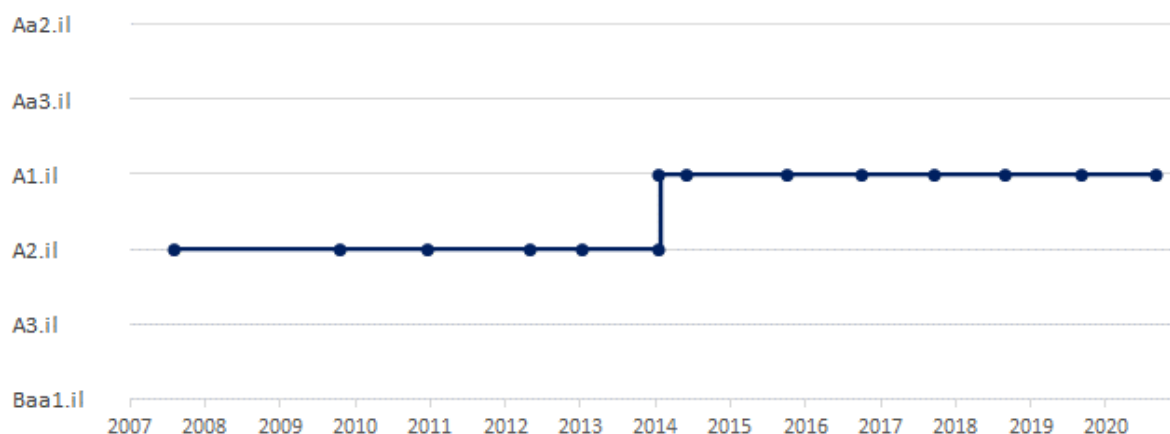
תחזית מידרוג		ליום 30.06.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,700-1,800	A.il	1,600	היקף הכנסות (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	7.0%-6.5%	A.il	7.4%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	33%	A.il	33%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	2.0X-1.8X	Aa.il	1.8X	חוב / EBITDA	
A.il	145-155	A.il	136	FFO (מיליוני ש"ח)	רווח תפעולי / הוצ' מימון
Aaa.il	8.2X	Aaa.il	8.2X	מדיניות פיננסית	
A1.il					דירוג נגזר
A1.il					דירוג בפועל

[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

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ הינה חברה העוסקת באספקת שירותי טכנולוגיות מידע (IT). פעילות החברה כוללת שיווק והפצה של מוצרי תוכנה, מגוון שירותי תוכנה וערך מוסף, לרבות יישום והטמעה של מוצרי ERP, שיווק והפצת מוצרי חומרה ומערכות מחשבים וכן אספקת מכלול שירותים מנוהלים בתחום המחשוב לארגונים. החברה נשלטת ע"י קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ (45.78%), חברה ציבורית, הנשלטת ע"י מר עדי אייל (76.84%), המכהן גם כמנכ"ל החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ](#)

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

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

[סלמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

16.09.2020	תאריך דוח הדירוג:
10.09.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.08.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' 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 וכאלה 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 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>