



אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב שנתי | ספטמבר 2010

1

מחבר:

אבי בן-נון, אנליסט
avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אמנת ניהול ומערכות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה
------------------	----	------------

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת דירוג A1 באופק יציב לאגרות חוב בסך של עד 50 מיליון ₪ שתנפיק אמנת ניהול מערכות בע"מ ("אמנת" או "החברה"). הדירוג נתמך באיתנות פיננסית גבוהה, המתבטאת ברמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי מהירים ובמיוצב עסקי גבוה ויכולות מגוונות, שמתבטאות בניהול מספר רב של פרויקטים במקביל. אופק הדירוג היציב נובע מרמת נזילות גבוהה ועודף מזומנים על החוב הפיננסי ומדיניות שמרנית לאורך זמן, כמו גם צבר הזמנות משמעותי ויציב.

גורמי הסיכון העיקריים להם חשופה חברה כוללים את החשיפה לתנודתיות, המאפיינת את פעילות ענף טכנולוגיית המידע, שתרומתו מהותית להכנסות ולרווח של החברה, שני לקוחות עיקריים בהכנסות ובצבר ההזמנות ומדיניות מרחיבה לחלוקת דיבידנד. נוכח סיכונים אלה קיימים גורמים ממתנים, הכוללים: בסיס לקוחות רחב, שחלק מהותי מתוכו הינם לקוחות מהמגזר הציבורי והביטחוני, מדיניות עסקית שמרנית ויציבות בדרגי הניהול.

נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2006	2007	2008	2009	6.2009	6.2010	
333	362	362	340	173	168	הכנסות
20	25	20	21	11	7	רווח תפעולי
16	16	11	17	10	5	רווח נקי *
10	9	6	11	6	3	רווח נקי שמיוחס לבעלי חברת האם
80	75	80	75	60	58	יתרות מזומנים
8	13	7	5	8	6	חוב פיננסי
54.6%	53.2%	53.8%	56.4%	56.9%	55.8%	הון עצמי + זכויות מיעוט/ מאזן
6.3%	9.6%	5.4%	4.2%	6.6%	5.4%	חוב / CAP
6.1%	6.8%	5.6%	6.0%	6.2%	4.2%	רווח תפעולי / הכנסות
7.1%	8.2%	6.9%	7.2%	7.3%	5.3%	EBITDA / הכנסות
0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	חוב פיננסי / EBITDA
0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	חוב פיננסי / FFO

* בשנת 2009 הרווח הנקי הושפע מהכנסות אחרות בסך כ-1.8 מיליון ש"ח בגין מכירת פעילות ומהכנסות מימון חריגות.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיוצב עסקי גבוה הנתמך בניסיון, יכולות מגוונות ובסיס לקוחות רחב

החברה צברה ניסיון ומומחיות במהלך 40 שנות פעילותה בתחומי הייעוץ, ניהול פרויקטים, מיקור חוץ ושירותי IT והצליחה להטמיע וליצור סינרגיה בין הפעילויות. בשל כך, נהנית החברה מיתרון יחסי ויכולה לתת הצעת ערך כוללת ללקוח - משלב התכנון ועד לביצוע והתחזוקה השוטפת, שמתורגמת לזכייה בפרויקטים משמעותיים בשנתיים האחרונות, כדוגמת: פרויקט החשכ"ל לשרותי תכנה, פרויקט מצלמות המהירות, כרטוס הרכבת, שירותים עבור הבנק העולמי במזרח אירופה ושירותי מיקור חוץ לגופים ממלכתיים. לחברה בסיס לקוחות רחב, הן במגזר הציבורי והביטחוני, שמהווים נתח מהותי מסך הלקוחות והכנסות החברה והן בענפי התעשייה, מסחר ושירותים, תקשורת, אנרגיה ופיננסים. יש לציין, כי עיקר לקוחות החברה מרוכזים בישראל. יש לציין, כי לחברה שני לקוחות מהותיים מהמגזר הציבורי והביטחוני, שמהווים מעל 10% מההכנסות, נכון לסוף הרבעון השני של 2010.



לחברה צבר הזמנות של 430 מיליון ₪, נכון לסוף הרבעון השני של 2010, אשר שמר על יציבות בשנתיים האחרונות. כ-75% מהצבר נובע מפרויקטים במגזר הייעוץ ומיקור החוץ ותומך בדומיננטיות מגזר הייעוץ והיתר- ממגזר שירותי התוכנה, כ-60% מתוכו למימוש בשנת 2010. בדומה להכנסות החברה גם צבר ההזמנות מאופיין בריכוזיות משני הלקוחות הגדולים, שכל אחד מהם מהווה יותר מ-10% מסך הצבר, אולם הפעילות היא מול מספר יחידות שונות של הלקוחות.

תחום שירותי התוכנה מאופיין בחשיפה למחזוריות הכלכלית ורווחיות נמוכה יחסית, סיכון המקוזז בחלקו ביציבות הפעילות בתחום הייעוץ והלוגיסטיקה, המאופיין בחוזים ארוכי טווח

הקבוצה פועלת במספר קווי עסקים שונים (ייעוץ, מיקור חוץ ומחשוב ותוכנה) באופן התורם לפיזור סיכונים עסקיים ופיננסיים. ביטוי לכך ניתן לראות בשנים 2007-2009, בהן חלה מגמת ירידה בתרומה של מגזר שירותי התוכנה מסך ההכנסות, שנבעה מהמשבר הכלכלי ואיתו צמצום תקציבי ה-IT, מגמה, אשר קוזזה בחלקה מגידול בהכנסות במגזר הייעוץ ומיקור החוץ, החשוף פחות למחזוריות הכלכלית, בשל אופי הלקוחות ומשך החוזים (חלק מהותי מהם שייכים למגזר הציבורי והביטחוני). בנוסף, מאופיין מגזר שירותי התוכנה בשיעורי רווחיות תפעולית נמוכים יותר לעומת מגזר הייעוץ ומיקור החוץ- 5.5% במוצע שנתי בשנים 2007-2009 לעומת 7.5%, בהתאמה. מגמת הדומיננטיות של מגזר הייעוץ ומיקור החוץ מסך הכנסות החברה צפויה להימשך, לדעת מידרוג, בטווח הזמן הקצר-בינוני, נוכח מספר מנועי צמיחה חדשים-זכיים במספר פרויקטים חדשים (פרויקט החשכ"ל, מצלמות המהירות, סריקה עבור משרד הפנים וכרטוס הרכבת). נוסף על כך, יש לציין, כי במגזר ה-IT ישנו היפוך מגמה, נראה כי המשבר נבלם וישנו סנטימנט חיובי, שנובע מגידול תקציבים וחיידוש פרויקטים, שהוקפאו בזמן המשבר. בחציון הראשון של 2010 היוו הכנסות מגזר הייעוץ ומיקור החוץ כ-54.2% מסך ההכנסות ומגזר שירותי התוכנה 45.8%.

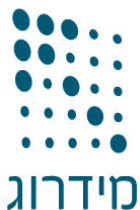
לאחר מספר שנים של צמיחה בהכנסות, קטנו הכנסות החברה בשנת 2009 (6.2%) ובחציון הראשון של 2010 (2.6%) יחסית לתקופות המקבילות, כתוצאה מצמצום פעילות מגזר שירותי התוכנה (ב-16.2% ו-19.3%, בהתאמה) שמקורה בחברה הבת טסנת. יציבות צבר ההזמנות באמצע 2010 לעומת תחילת השנה מהווה אינדיקציה חיובית לגבי מגמת ההכנסות ברבעונים הקרובים.

הרווחיות התפעולית של החברה, שעמדה על ממוצע שנתי של 6.2% בשנים 2007-2009, נשחקה בחציון הראשון של 2010 (4.2% לעומת 6.2% בחציון המקביל אשתקד), על אף ההתייעלות התפעולית בשנה וחצי האחרונות- צמצום עלויות כ"א, שמהוות את מרכיב הוצאות הגדול ביותר, זאת- נוכח הירידה בהכנסות מגזר שירותי התוכנה וירידה בתעריפים, או הקפאתם בקרב חלק מהלקוחות בעקבות המשבר.

המינוף הנמוך מוביל לאיתנות פיננסית גבוהה יחסית כיסוי מהירים

רמת המינוף של החברה נמוכה מאוד, כפי שמתבטא ביחס חוב ל-CAP, שעמד על 5.4% ליום 30.6.2010 וזאת, נוכח רמת חוב נמוכה, של כ-6.2 מיליון ₪, רובו חוב לזמן קצר לתאגידים בנקאיים.

יחס ההון עצמי למאזן, כולל זכויות מיעוט, עמד על 55.8% לעומת 42.2% ללא זכויות מיעוט, ליום ה-30.6.2010. גיוס חוב בסך 50 מיליון ₪ יגדיל את רמת המינוף, כפי שמתבטא ביחס חוב ל-CAP, לכ-33.7%. החברה שומרת על תזרימי מזומנים יציבים יחסית בשנים 2007-2009, שנובעים מרווחיות יציבה בשנים אלו ומממנת בעזרתם את פעילותה השוטפת. התזרים התפעולי (EBITDA) והמקורות מפעילות (FFO) עמדו על ממוצע שנתי של 26 ו-20 מיליון ₪ בהתאמה בשנים אלו. בחציון הראשון של 2010 ישנה ירידה בהיקפי התזרימים, נוכח השחיקה ברווחיות יחסית לחציון המקביל אשתקד (18 ו-14 מיליון ₪ בגילום שנתי בחציון הראשון של 2010 לעומת 25 ו-18 בחציון המקביל אשתקד).



כפועל יוצא מהמינוף הנמוך והיקף התזרימים, מציגה החברה יחסי כסיו מהירים, אשר נמוכים מ-1 לאורך השנים האחרונות.

בהתייחס לתזרימי המזומנים המאוחדים שהוצגו לעיל, יש להדגיש כי החברה מאחדת לדוחותיה באופן מלא חברות בנות, המוחזקות על ידה בשיעורים שנעים בין 100% לבין 50%, והתזרימים המאוחדים אינם מבטאים את חלק המיעוט.

מדיניות דיבידנדים והשקעות הוניות מובילות לתזרים חופשי (FCF) שלילי, חרף תזרימים יציבים מפעילות שוטפת

התזרים השוטף של החברה מממן את פעילותה השוטפת ואת חלוקת הדיבידנדים. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד (רבעונית) רחבה- לפחות 75% מסך הרווח הנקי. קצב ההשקעות ההוניות השנתי עומד במוצע על כ-5 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות. חלוקת הדיבידנדים הרחבה, כמו גם קצב ההשקעות, מובילים לתזרים חופשי (FCF) שלילי בשנה וחצי האחרונות.

נזילות וגמישות פיננסית גבוהות מהוות הגנה מסוימת אל מול החשיפה למחזור הכלכלי, בשל מהותיות מגזר ה-IT מסך

ההכנסות

החברה נוהגת לאורך זמן להותיר בקופתה יתרות נזילות בהיקפים מהותיים המושקעים ברובם באפיקים סולידיים. יתרת התיק הנזיל ליום 30.6.2010 הסתכמה בכ-59 מיליון ₪. מדיניות ההשקעות של החברה בשנים האחרונות הייתה שמרנית יחסית. רוב נכסי החברה פנויים משעבוד.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

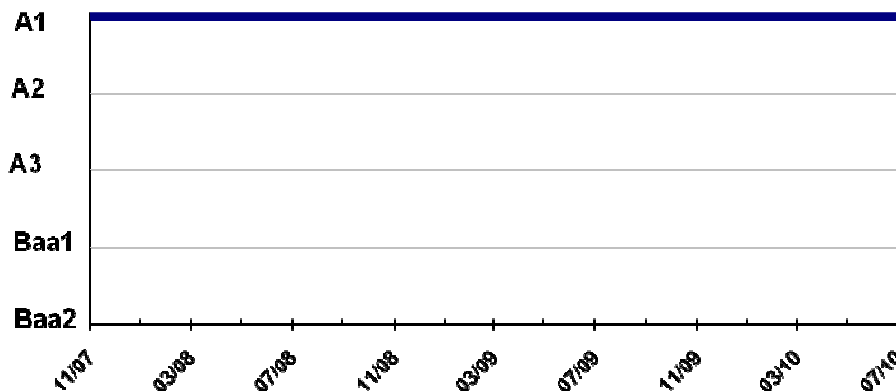
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- ביצוע השקעות חדשות באופן שיגדיל את הסיכון העסקי ואת האיתנות הפיננסית של החברה
- ירידה ביחס ההון העצמי, בתוספת זכויות המיעוט לסך הנכסים מתחת ל-38%
- האטת יחס הכסיו של חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מעל 1.5

אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ ("החברה" או "אמנת") פועלת באמצעות חברות בנות, מרביתן פרטיות ובשליטתה, בשלושה תחומים עיקריים: ייעוץ בתחומי הניהול וביצוע פרויקטים - באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ ("אמן" 100%) ומרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ ("מרמנת", 50%); מיקור חוץ, באמצעות אמגון בע"מ ("אמגון", 65% מהמניות, 50% בשליטה), המספקת שירותי מוקד טלפוני, ניהול מלאי, בלדרות ושירותי פרסום; פיתוח מערכות תוכנה וביצוע בדיקות תוכנה ואבטחת איכות - באמצעות סיסנת תכנה בע"מ ("סיסנת", 87.3%) וחברות הבנות, שהגדולה בהן הינה טסנת בדיקות תוכנה בע"מ (55.8%), שמנייתיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב. כמחצית מהכנסות הקבוצה נובעת מהתחום הציבורי והביטחוני. כ-90% מההכנסות נובעות מישראל, והיתר מפעילות טסנת במערב אירופה. תחום טכנולוגיית המידע מניב כמחצית מההכנסות ומהרווח התפעולי של הקבוצה כולה. קיימים קשרי גומלין בין החברות ושיתופי פעולה רחביים בקבוצה, הנתמכים במעורבותם הפעילה של שלושת בעלי השליטה, מייסדי החברה, אשר ממלאים תפקידי ניהול בכיר. מניות אמנת הונפקו לציבור בשנת 1994, והיא נסחרת בבורסה בתל אביב. הקבוצה מעסיקה כ-1400 עובדים, בבעלותה מעל ל-100 כלי רכב ומרכז לוגיסטי, המשמש בסיס לפעילות הלוגיסטיקה, המתנהלת ע"י אמגון.

היסטוריית דירוג



מונחים פיננסיים עיקריים

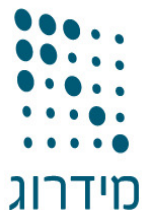
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי 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 שכירות + 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 סיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, 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.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CSA060910000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.