

**אמנת ניהול ומערכות בע"מ**

A1	דירוג ISSUE
----	-------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח בסך של עד 50 מיליון ₪ שתנפיק אמנת ניהול ומערכות בע"מ ("החברה"). האג"ח יפרעו במח"מ של עד 3 שנים. הריבית והקרן צמודות למדד. תמורת ההנפקה תשמש לאחד או יותר מהתחומים הבאים: לרכישת פעילויות סינרגטיות בתחום ה-IT בישראל ובחו"ל, ביצוע פרויקטים לוגיסטיים מורכבים, או התמודדות במכרזים בישראל לפרויקטים במגננון של BOT / PFI ופרויקטים מניבים בתחום הנדל"ן.

**פרופיל החברה**

אמנת ניהול ומערכות בע"מ<sup>1</sup> ("החברה" או "אמנת") פועלת באמצעות חברות בת, מרביתן פרטיות ובשליטתה (להלן "קבוצת אמנת" או "הקבוצה") במספר תחומים: ייעוץ בתחומי הניהול, וביצוע פרויקטים - באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ ("אמן") (100%) ובאמצעות מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ ("מרמנת", 50%) אספקת שירותי מוקד טלפוני, ניהול מלאי ובלדרות ושירותי פרסום - באמצעות אמגון בע"מ ("אמגון", 65% מהמניות, 50% בשליטה), ופיתוח מערכות תוכנה וביצוע בדיקות תוכנה והבטחת איכותה - באמצעות סיסנת תכנה בע"מ ("סיסנת", 79.75%) וחברות הבת שלה. עד לשנת 2006 פעלה החברה בפעילות ייזום נדל"ן במזרח אירופה - שנכסיה נמכרו עד לאותה שנה. בקבוצה למעלה מעשרים חברות במבנה היררכי, כאשר מרבית ההכנסות מתנקזות באמצעות ארבע החברות שהוזכרו לעיל: אמן, מרמנת, אמגון וסיסנת (להלן: "החברות העיקריות"). פעילויות עסקיות בתחומי נישא מתנהלות בתוך חברות בת אשר מרביתן מוחזקות בידי ארבע החברות העיקריות. מרבית הפעילויות העסקיות של אמנת התפתחו בתוך אמן ומשהתעצמו הופרדה הפעילות לחברה בת. ובהתאמה, ניכרת גם יציבות בדרגי הניהול בחברה ובקבוצה כולה.

**קבוצת אמנת, נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪**

מיליוני ₪	H1 2007	FY 2006	FY 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
<b>הכנסות לתקופה</b>	170	334	282	260	261	216
<b>רווח תפעולי</b>	9.8	20.2	11.8	10.5	9.9	4.9
<b>רווח נקי</b>	4.2	11.5	5.3	7.3	6.4	2.3
<b>יתרות נזילות*</b>	56	80	95	104	89	89
<b>סך החוב*</b>	18	8	15	18	38	38
<b>הון עצמי וזכויות מיעוט*</b>	110	119	122	119	114	113
<b>סך הנכסים*</b>	218	219	217	219	226	225

\* נתונים מאזניים נכונים לסוף תקופה

כמחצית מהכנסות הקבוצה נובעת מלקוחותיה במגזר הציבורי והביטחוני, והיתר מלקוחות בענפי התעשייה, שירותים, מסחר, תקשורת, אנרגיה, פיננסים ועוד. כ-80% מהכנסות הקבוצה מישראל, והיתר מפעילות טסנת בדיקות תוכנה בע"מ במערב אירופה וארה"ב. הכנסות הקבוצה כולה צמחו בחמש השנים האחרונות, בעיקר כתוצאה מצמיחה אורגנית וגם מרכישת בתי תוכנה בארץ ובחו"ל.

**מחברות:**

עינת ירחי  
אנליסטית  
[einat.yarhi@midroog.co.il](mailto:einat.yarhi@midroog.co.il)

סיגל יששכר  
ראש צוות בכיר  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**  
אביטל בר דיין, סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 29.10.2007.

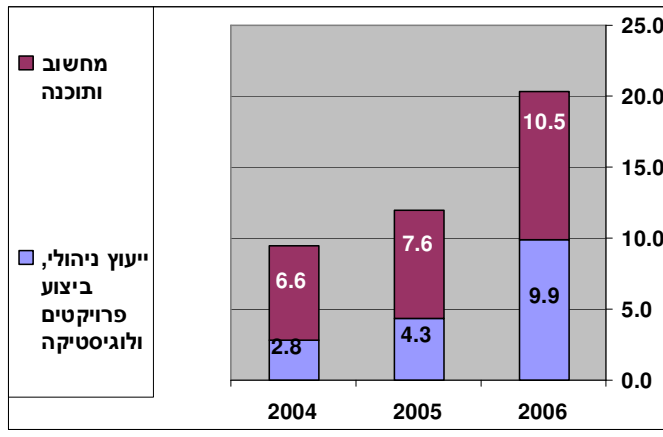
אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג סופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

<sup>1</sup> החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב

להלן ריכוז נתונים כספיים אודות שני מגזרי הפעילות העיקריים בקבוצה: **מחשוב ותוכנה** הכולל את סיסנת והחברות המוחזקות על ידה ומגזר **הייעוץ ניהולי ביצוע פרויקטים ולוגיסטיקה** הכולל את כל שאר החברות. מהנתונים עולה כי מגזר המחשוב ותוכנה מניב כמחצית מההכנסות ומהרווח התפעולי של הקבוצה כולה. במגזר הייעוץ פרויקטים ולוגיסטיקה בולט כי אמן מפסידה תפעולית (לאחר תשלום הוצאות שכר ונלוות של שלושת המייסדים), אמגון נהנית משיעורי רווחיות מתעצמים, ולמרמנת תרומה לרווחיות הקבוצה.

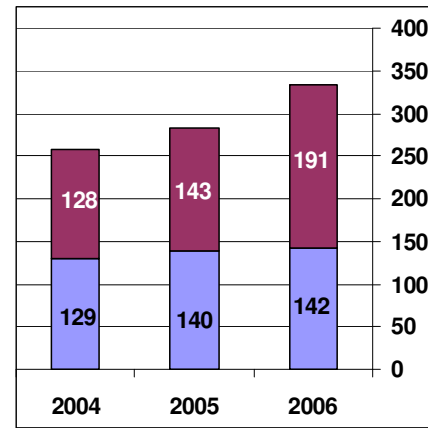
**אמנת, רווח תפעולי משני מגזרי פעילות עיקריים**

בשנים 2004-2006, במיליוני ₪



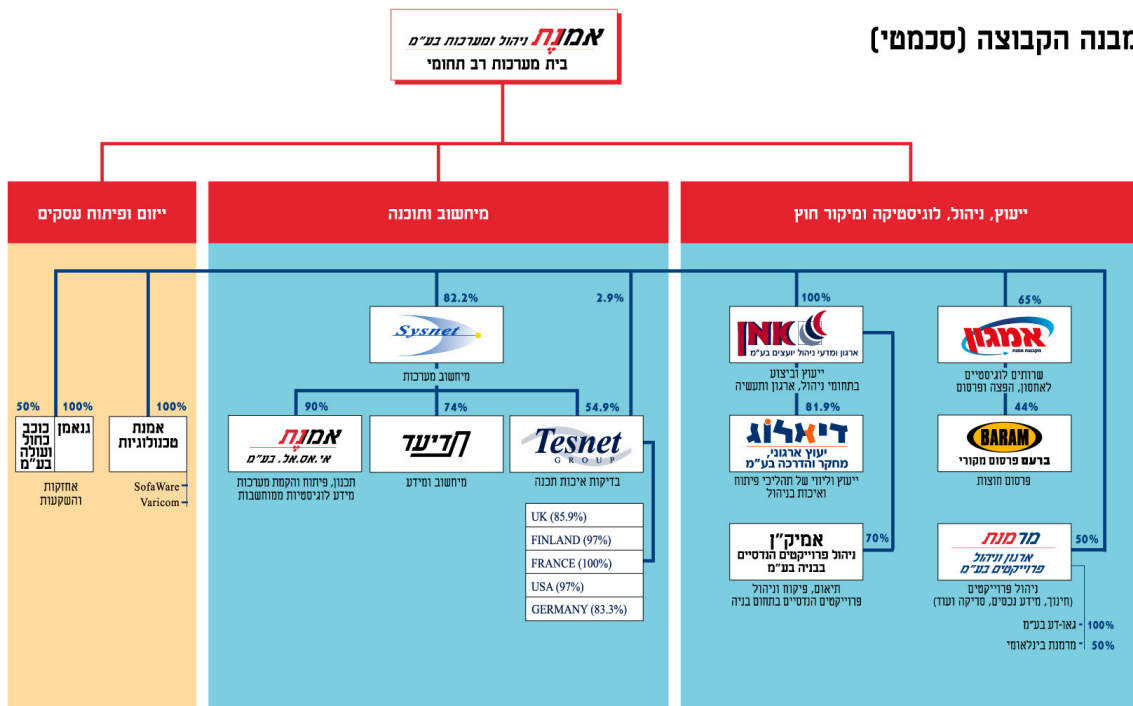
**אמנת, סך הכנסות משני מגזרי הפעילות**

בשנים 2004-2006, במיליוני ₪



למרבית החברות בקבוצה מערכת משותפת לניהול כספים, המשולבת עם מערכת בקרה ומעקב תפעולי. החברות בקבוצה עצמאיות פיננסית, מתאפיינות בשימוש מועט בחוב פיננסי ומחזיקות ביתרות נזילות. קשרי הגומלין העסקיים בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה מתבטאים, בין השאר, בביצוע חלקים שונים של פרויקט עבור אותו לקוח ושיתופי פעולה רוחביים בקבוצה, הנתמכים במעורבותם הפעילה של שלושת בעלי השליטה, מייסדי החברה, אשר ממלאים תפקידי ניהול בכיר, וחילקו ביניהם את האחריות על תחומי הפעילות המגוונים של קבוצת אמנת.

**מבנה הקבוצה (סכמטי)**



נכון ל: 6.2007

החברה נהנתה מדיבידנדים ותשלום דמי ניהול מחברות הבת בסך כולל של כ-14 מיליון ₪ לשנה בממוצע בשנים 2005-2006. במקביל, שילמה אמנת לאמן דמי ניהול, המכסים את שכר מרבית העובדים העוסקים בפועל במתן שירותים לכלל הקבוצה. שלושת המייסדים מקבלים מהקבוצה, באמצעות אמן, החברה הוותיקה בקבוצה, שכר דירקטורים שמתעדכן בהתאם לעלויות המדד.

מניות אמנת הונפקו לציבור בשנת 1994, והיא נסחרת בבורסה בתל אביב לפי שווי של כ-112 מיליון ₪ נכון ליום 8.10.07, אמנת מעסיקה כ-1500 עובדים, בבעלותה מעל ל-100 כלי רכב, ומרכז לוגיסטי, המשמש בסיס לפעילות הלוגיסטיקה המתנהלת ע"י אמגון. כמו כן, בבעלותה ארבעה נכסי נדל"ן, מהם שתי קומות בבנייני משרדים בתל אביב המשמשים משרדי הנהלה וחברות אחרות בקבוצה.

אמנת נשלטת ע"י שלושת מייסדי החברה אשר מכהנים במגוון עמדות ניהול בכיר בחברה ובחברות הבת: יו"ר הדירקטוריון הוא מר אברהם אסף. לחברה שני מנכ"לים משותפים המכהנים במקביל: מר שמואל בר אור ומר אילן שחם.

## בעלות וניהול

### גרעין השליטה כולל שלושה מייסדים המשמשים בתפקידי ניהול בכירים באמנת ובחברות הקבוצה

שיעור כולל של כ-56.1% ממניות הקבוצה מוחזק על ידי מר אברהם אסף (19.5%), מר שמואל בר אור (17.9%) ומר אילן שחם (18.7%) אשר ייסדו את אמנת לפני כ-37 שנים, ויש ביניהם הסכם הצבעה אשר כולל בנוסף גם את אמגון בר טל (4.7%), ושמואל אלפסי (2.5%). עוד מחזיקים במניות אמנת: פסגות קרנות נאמנות (13.2%), והציבור (23%). כ-6.2% מהמניות רדומות ומוחזקות בחברה. בעלי השליטה בחברה משמשים בתפקידי ניהול מרכזיים באמנת עצמה ובדירקטוריון של חברות הקבוצה. הם מביאים עימם ניסיון מקצועי וניהולי רב שנים בתחומי הפעילות ואף מעורבים בפעילות באופן שוטף, כך שיש להם יכולת לכוון תהליכים בכלל הקבוצה.

שם	תפקידים באמנת	תפקידים בחברות העיקריות בקבוצה: אמן, סיסנת, אמגון, מרמנת
אברהם אסף	יו"ר דירקטוריון	דירקטור בכל החברות העיקריות בקבוצה אחראי כולל למכירות ולשיווק. אמגון - בתחום אחריותו
שמואל בר אור	מנכ"ל משותף, דירקטור	יו"ר דירקטוריון אמן, דירקטור בשאר החברות העיקריות אמן וסיסנת - בתחום אחריותו
אילן שחם	מנכ"ל משותף	דירקטור באמן, אמגון ומרמנת. מנהל פרויקטים באמן

### וותק רב בשכבת הניהול הבכירה בחברות הקבוצה. קשרי הגומלין בין חברות הקבוצה מלווים במעורבות המייסדים

ההנהלה הבכירה של חברות הבת משמשת בתפקידה לאורך שנים רבות, ובד בבד מעורבים שלושת המייסדים בקביעת האסטרטגיה של חברות הבת, תוכניות העבודה השנתיות, וגיבוש מדיניות בנושאים מהותיים. במקביל מרכז כל אחד משלושת המייסדים פעילויות מסוימות בקבוצה ובכלל זה תתכן אף מעורבות בקביעת סדרי עדיפות שוטפים מנקודת מבט של כלל הקבוצה, כגון באספקת שירותים ע"י מספר חברות לאותו לקוח.

שם	תפקיד	וותק בתפקיד הנוכחי	וותק בקבוצה	תפקידים בחברות העיקריות בקבוצה
אמגון בר טל	מנכ"ל אמן	5 שנים	33 שנים	משמש בנוסף משקיף באמנת, בעל עניין באמנת
שמואל אלפסי	סמנכ"ל אמן	5 שנים	23 שנים	בעל עניין באמנת מתוקף הסכם הצבעה
צבי רז	סמנכ"ל אמן	5 שנים	15 שנים	
גידי קמחי	יו"ר דירקטוריון סיסנת	13 שנים	19 שנים	מכהן גם כמנכ"ל טסנת (חברה בת של סיסנת), ויו"ר דירקטוריון תדיעד (חברה בת של סיסנת)
גיל יצחק	דירקטור סיסנת	10 שנים	15 שנים	מכהן במקביל גם משנה למנכ"ל טסנת

אמיר בן בסט	מנכ"ל סיסנת	7 שנים	7 שנים	ניסיון קודם: מנכ"ל אשד טכנולוגיות, מנהל תחום באפק פרויקטים הנדסיים. במקביל מנכ"ל תדיעד
דוד פילה	מנכ"ל אמגון	13 שנים	19 שנים	
חנה ליפשיץ נחמיאס	מנכ"ל מרמנת, סגן נשיא מרמנת	שנתיים	שנתיים	ניסיון קודם: מנכ"ל רשת "עתידי", סמנכ"ל ומנהלת אגף פרויקטים בטלדור, מנהלת בעיריית תל אביב

#### **מערכת מידע המאפשרת מעקב ובקרה אחר התנהלות כל הפרויקטים בקבוצה**

בקבוצת אמנת פותחה מערכת לניהול מעקב מפורט ושוטף אחר כל פרויקט המתנהל בקבוצה, בעזרתה גם נבנית התוכנית השנתית, נערך חשבון רווח והפסד תמחירי ונקבעים יעדי הכנסות והרווחיות. בסיוע המערכת מרכז כל אחד משלושת המייסדים תחום פעילות אחר: אברהם אסף את נושא המכירות, שמואל בר אור את המעקב אחר הביצועים בכלל הקבוצה. תחום המכירות מקבל דגש ניהולי מיוחד: מערכת המידע מספקת השוואה בין יעדים שבועיים מתוכנית העבודה לבין התקדמות תהליכי מכירה ללקוחות קיימים וחדשים. המעקב אחר תהליכי המכירה כולל אף בדיקה לגבי הסיבות לסיום קשר עם לקוח פוטנציאלי ללא החלטה על עבודה משותפת. הנהלת הקבוצה מעודדת את דרגי המכירות להפנות לקוחות מחברה אחת לחברה אחרת בתוך הקבוצה, ולשם כך מתקיימים מפגשים קבועים לפורום זה. תהליכים אלה בסיוע מערכת המידע מקנים לקבוצה יתרון בתחרות, להערכת הנהלתה.

## **אסטרטגיה**

**תמורת ההנפקה תשמש להרחבת הפעילות הקיימת, רכישת פעילויות סינרגיות, ולהשתתפות בביצוע פרויקטים לוגיסטיים מורכבים ואף מניבים בישראל ובחו"ל**

הנהלת הקבוצה פועלת כל העת לאיתור הזדמנויות השקעה תוך בחינה מעמיקה, ולפיכך צופה צורך במקורות מימון נוספים. ההחלטה על היקף הגיוס ועיתויו תיעשה סמוך למועד שבו יהיה צורך בכספים, כאשר מימון ביניים יועמד ע"י מוסדות פיננסיים. להלן פירוט תחומי ההשקעה, בכל אחד מהם הובאו לידיעת מידרוג אפשרויות הנשקלות כעת:

- רכישות סינרגיות בתחומי ה-IT, בדומה לפעילויות שנרכשו בשנים האחרונות באירופה (שלוש חברות) ובישראל (תדיעד), כולן יחד תמורת 12 מיליון ₪.
- הרחבת פעילות קיימת בתחומי הפעלת מנהלות פרויקטים או ביצוע פרויקטים לוגיסטיים מורכבים.
- התמודדות במכרזים לפרויקטים בישראל במגננון של BOT / PFI, ופרויקטים מניבים בתחום הנדל"ן. אשר מחייבים שילוב יכולות אשר מצויות בקבוצת אמנת: ניהול, הנדסה, IT ולוגיסטיקה.

#### **עד 25% מהיתרות הנזילות מוחזקות במסלול מנייתי**

לאמנת יתרות מזומנים נזילות העולות על סך החוב הפיננסי בקבוצה אשר מוחזקות במטרה לתמוך בפעילות המקומית והבינלאומית של חברות הקבוצה, לשמש בסיס למיזוגים ורכישות, ואמצעים לניצול הזדמנויות עסקיות. יתרות המזומנים פזורות בין חברות הקבוצה והשקעתן השוטפת מניבה הכנסות מימון. מדיניות ההשקעה כוללת השקעה של עד 25% מהסכום באמצעות מנהלי תיקים ובאג"ח קונצרני בדירוג A1 ומעלה והיתר בפדיונות בש"ח, מט"ח ובאג"ח ממשלתי.

#### **בשנים האחרונות חולקו מרבית הרווחים כדיבידנדים. אמנת טרם פרסמה מדיניות דיבידנד לשנים הקרובות**

מאז 2002 ועד החציון הראשון של שנת 2007 חילקה אמנת מרבית הרווחים. המקורות לחלוקת דיבידנדים היו דיבידנדים מחברות הבת, בעיקר סיסנת אמגון ואמן. מדיניות החברה לשנים 2005-2007 היא לחלק לפחות 75% מהרווח הנקי. טרם נקבעה מדיניות לשנים 2008 ואילך. יתרת העודפים בספרי החברה ליום 30.6.2007 הינה כ- 34 מיליון ש"ח.

## תיאור פעילות החברות העיקריות בקבוצה

### אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ (100% החזקה)

אמן, בעצמה ובאמצעות חברות מוחזקות, עוסקת בייעוץ וניהול פרויקטים ובמתן שירותים לפרויקטים, בבחינת כדאיות כלכלית, בייעוץ לוגיסטי, בניהול מערכות מלאי ועוד, בקרב חברות תעשייה (כגון תנובה, מכתשים, פניציה, כ"ל), תקשורת, משרדי ממשלה וגופים ציבוריים. אמן היתה מעורבת בייעוץ תפעולי במיזוג שלוש חברות הכבלים בהקמת HOT, באיחוד אגפים בחברת קווי זהב, והיתה שותפה בתהליכים אסטרטגיים רבים במגזר הציבורי: במשרד המשפטים, בבנק ישראל, פרויקט רענון ערכות מגן, מע"צ ועוד.

אמן היא החברה הוותיקה ביותר בקבוצה. מאז היווסדה בשנת 1970 צברה לקוחות והיא נהנית ממוניטין גבוה בתחומה. לאמן שלושה סניפים בישראל, ויש לה גם פעילות במזרח אירופה, אם כי מועטת. אמן מעסיקה כ-300 עובדים, מהם אנשי מקצוע העוסקים במגוון דיסציפלינות: מהנדסים, פסיכולוגים ארגוניים, מומחי לוגיסטיקה, כלכלה ועוד.

חברות הבת של אמן מספקות שירותי ניהול פרויקטים ועוסקות במתן שירותי מיקור חוץ בנישות ספציפיות: (1) ניהול פרויקטים בבניה באמצעות אמיק"ן ניהול פרויקטים הנדסיים בבניה בע"מ (70% החזקה בהון המניות) אשר מעורבת כיום בשיפוץ מתחם "הבימה" בת"א (2) פיתוח ארגוני, הנחייה, סקרים והדרכה באמצעות דיאלוג ייעוץ ארגוני מחקר והדרכה בע"מ (82%) (3) פיתוח תעסוקה באמצעות אמיין (א 4 אי - אמן) בע"מ (30%). ככוננת אמן להמשיך ולצמוח בהכנסות בתחומי פעילותה הקיימים תוך הרחבת פעילות הקבוצה בחו"ל.

הכנסותיה המאוחדות של אמן בשנים האחרונות נעות סביב 70 מיליון ש"ח לשנה. ההפסד התפעולי של אמן נרשם לאחר תשלום הוצאות שכר ונלוות לשלושה דירקטורים בסך כ-6.6 מיליון ₪ בשנת 2006. לאחר הכנסות מימון ורווח מחברות הבת, נרשם רווח נקי. כאמור לעיל, בין אמן לאמנת קשרי גומלין פיננסיים רבים: בין השאר, העמידה בעבר אמן הלוואה לחברה האם, במקביל להעברת כספים מהחברה האם לאמן בגין פרויקט שבפועל בוצע ע"י אמן.

### מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (50% החזקה) –

מרמנת עוסקת במתן מגוון שירותים לפרויקטים ללקוחות במגזר הציבורי: (1) תכנון וניהול פרויקטים, כולל בניית תוכנית עבודה, ניסוח נהלים, הקמת מנהלה וניהול הפרויקט לצידה (2) ביצוע פרויקט (או חלקו) ע"י עובדי מרמנת, (3) פיתוח מערכי הדרכה להטמעת מערכות בארגונים, הדרכה והטמעה, והקמת מרכזי תמיכה (4) פיתוח מנגנוני פיקוח ובקרה בארגונים (5) פיתוח תוכניות פדגוגיות והעברת קורסים בלמידה מרחוק.

מרמנת ביצעה פרויקטים רבים עבור משרד החינוך, וגם עבור משרד הפנים והמשרד לאיכות הסביבה, באמצעות צוות מקצועי ומיומן במגוון תחומים: מנהלי פרויקטים, מנתחי מערכות ומנתחי ארגון ושיטות, מומחים לפיתוח הדרכות ומומחי פדגוגיה, חלקם למשך ביצוע הפרויקט בלבד. למרמנת הסכמי ידע ושיתוף פעולה עם גופים אקדמיים ומוסדות מחקר מהבולטים בתחומם בארץ ובחו"ל.

למרמנת שתי חברות בת: מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בינ"ל (2002) בע"מ (50% מהון המניות) אשר פונה למכרזים המפורסמים על ידי הבנק העולמי, תוך שיתוף פעולה עם גורמים מקומיים, ובמסגרת זו השלימה עבודות ברומניה, בברזיל ובתורכיה וכיום פועלת מרמנת באוקראינה, והגישה הצעות לפעילות במזרח הרחוק. חברת הבת השניה, גאו-דע ניהול ומידע מקרקעין ונכסים בע"מ (100% בהון המניות) מבצעת מדידות ומיפוי עבור משרדי ממשלה, עיריות, חברת חשמל, בזק, חברת כביש חוצה ישראל, שופרסל ועוד.

מרמנת הוקמה בשנת 1994, לאחר שנים של שיתוף פעולה בין אמנת לבין מרטנס הופמן יועצים לניהול בע"מ, ומוחזקת בחלקים שווים ע"י שתי חברות האם. תוצאותיה הכספיות מאוחדות באופן יחסי בדוחות אמנת. מרטנס הופמן הינה חברת ייעוץ ישראלית וותיקה הפועלת בתחומי הנדסת תעשייה וניהול. ככוננת מרמנת להמשיך ולצמוח בהכנסות בתחומי פעילותה הקיימים.

התוצאות הכספיות המאוחדות של מרמנת מצביעות על צמיחה בהכנסות, כשבמקביל יש גידול בשיעורי הרווחיות, ועלייה בתזרים מפעולות FFO. אחד הפרויקטים שמבצעת מרמנת גורם ליתרות נזילות חריגות בסופי חודש קלנדר, בסך של כ-20 מיליון ₪, אשר משולמים בראשית החודש העוקב כמשכורות לעובדי פרויקט מסוים זה – פרויקט קרן קרב. למעשה מרמנת משמשת "צינור" להעברת הכספים, תמורת עמלה. למרמנת הון עצמי בשיעור נמוך מכלל המאזן.

### **אמגון בע"מ (65% החזקה בהון המניות, 50% בשליטה) –**

אמגון עוסקת במתן מגוון שירותים לוגיסטיים בשיטה של מיקור חוץ לשלושה לקוחות: סלקום, רשות הדואר, וחברת הבת ברעם. השירותים "תפורים" בהתאם לדרישות הלקוח: שירותי מוקד טלפוני, שירותי ניהול מלאי, שירותי בלדרות ועוד.

כמחצית מהכנסות אמגון בשנת 2006 נבעו מהפעלת שירות דואר השליחים עבור רשות הדואר בגוש דן. סך ההכנסות מרשות הדואר עולה, אך שיעורן פוחת, כתוצאה מגידול בנפחי הפעילות באמגון. פעילות הבלדרות החלה לפני כ-20 שנה, כאשר במהלך הזמן ובמקביל להעמקת ההיכרות עם הצרכים והמערכות של רשות הדואר, גדל מגוון השירותים, וכיום מבוצעות עבור רשות הדואר כ-150,000 פעולות בחודש. כיום נמצא בעיצומו המו"מ על חידוש החוזה הקיים לתקופה של כשלוש שנים ועוד ארבע שנים כאופציה.

בבעלות אמגון מעל ל-100 כלי רכב, והיא מעסיקה כ-180 עובדים, כיום היא פעילה רק בישראל אך הנהלתה שוקלת מיזם בחו"ל (הפצה לישראל של מוצרים שנרכשו באינטרנט וצרכים להישלח מחו"ל לישראל) וכן שוקלת מיזם לוגיסטי בגיאורגיה. אמגון הוקמה בשנת 1991, והפעילות התנהלה קודם לכן בתוך אמגון. תוצאותיה הכספיות מאוחדות באופן יחסי (65%) בדוחות המאוחדים של אמנת, מפאת היעדר שליטה מלאה. לאמנת הסכם שליטה עם דוד פילה אשר מכהן כמנכ"ל החברה והוא הבעלים של 35% ממניות אמגון.

החברה הבת **ברעם פרסום מקורי בע"מ** (44% מהון המניות, מאוחדת במלואה בתוך אמגון) היא מן המובילות בתחום פרסום חוצות אשר מאופיין בריכוזיות. יש לברעם הסכמים ארוכי טווח עם לקוחות גדולים, וכן הסכמים עם כ-30 בעלי נכסים במיקומים מרכזיים, למשל – מתחם עזריאלי בת"א, בניין גשר ההלכה בת"א. בנוסף, החברה היא זכיינית בלעדית של רשות שדות התעופה לפרסום ולפעילות קידום מכירות בשטחי ונכסי רשות שדות התעופה, לרבות טרמינל 3 בנתב"ג, שדות התעופה הפנים ארציים וכל מעברי הגבול היבשתיים.

בכוונת אמגון להמשיך ולצמוח בהכנסות בתחומי פעילותה הקיימים תוך הרחבת הפעילות והגדלת בסיס הלקוחות בתחום מיקור החוץ גם בחו"ל.

תוצאותיה הכספיות של אמגון מראות על צמיחה חדה בסך ההכנסות וגידול משמעותי ברווחיות ובתזרים מפעילות (FFO), הודות לניצול תשתיות קיימות לאספקת שירותים נוספים. ההון העצמי מהווה שיעור נמוך מהמאזן, אשר לא גדל ביתרת הרווח עקב חלוקת דיבידנדים.

### **סיסנת תוכנה בע"מ (80% החזקה) –**

סיסנת עוסקת בפיתוח מערכות מידע (IT) ובמתן שירותי ייעוץ לניהול פרויקטי IT (תכנון, בחירת ספק, ליווי ובקרה). סיסנת מתמחה בפיתוח מערכות "real time", והיא מהחברות הגדולות בתחום זה. כ-27% מהכנסות סיסנת (במאוחד) נובע מהתעשייה האווירית. פעילות זו מתנהלת בהתאם להסכם מסגרת שנחתם לפני כ-7 שנים, ואשר ניתן לביטול בהתראה של כ-60 יום. כיום מבוצעים פרויקטים בלמעלה מכ-10 מפעלים שונים, סך ההכנסות מכל מפעלי התעשייה האווירית עולה, אך שיעורן מההכנסות נשאר זהה, עקב צמיחה בהכנסות. הפעילות בתחום טכנולוגיות המידע אשר כיום מרוכזת בידי סיסנת, החלה בתוך אמגון עוד בשנות ה-70 ומאז נצבר ניסיון, מוניטין, ובסיס לקוחות רחב ומגוון, הכולל ארגונים בינוניים וקטנים (SMB), משרדי ממשלה, גופים ציבוריים, מוסדות פיננסיים, חברות שירותים, תעשייה ומסחר. סיסנת מעסיקה ישירות ובאמצעות חברות הבת כ-600 עובדים.

החברה הבת **טסנת בדיקות תוכנה בע"מ** (55% מהון המניות) היא ציבורית, פועלת בתחום בדיקות התוכנה, ובעלת היקף הכנסות משמעותי (ראה הרחבה להלן).

בכוונת טסנת לצמוח בהכנסות ובשיעורי הרווחיות, תוך ביצוע רכישות ומיזוגים של פעילות עסקית סינרגטית בתחומי ה-IT.

74% מהבעלות **בתדיעז שותפות מוגבלת 1994 בע"מ** (להלן: "תדיעז") נרכשו ע"י טסנת לפני כשנה, תמורת כ-5.5 מיליון ₪ והיא עוסקת בפיתוח תוכנה עבור IBM, עיבודי שר, אינטגרציה והשמת כ"א בתחום ה-IT. מחצית מהכנסותיה נובעות מ-IBM, עפ"י הסכם שעשוי להסתיים בהתראה של 60 ימים. יתרת ההכנסות נובעת מכ-250 ארגונים בינוניים עד קטנים (SMB), שצברה בשנות פעילותה מאז החלה לפעול בשנת 1994.

**סיסנת, נתונים כספיים עיקריים מתוך הדוחות המאוחדים, במיליוני ש"ח:**

מיליוני ₪	FY 2004	FY 2005	FY 2006		FY 2004	FY 2005	FY 2006
הכנסות		12%	34%	% גידול	127.9	143	191
רווח גולמי	19.8%	19.5%	18.9%	% רווח גולמי	25.4	28	36
רווח תפעולי	5.3%	5.4%	5.5%	% ר. תפעולי	6.7	8	10
רווח נקי	5.6%	2.8%	2.4%	% רווח נקי	7.2	4	5
	4	4	9	חוב פיננסי*			
יתרות נזילות*	58	58	58	הון עצמי* + זכויות מיעוט*	41	33	24
סך הנכסים*	70%	70%	60%	הון עצמי/מאזן	84	83	98

\*נתונים מאזניים נכונים לתום תקופה

**טסנת בדיקות תוכנה בע"מ** (55% מהון המניות מוחזקות ע"י סיסנת, המוחזקות בעצמה בכ-80%)

טסנת פועלת ישירות ובאמצעות חמש חברות בת בשליטתה בהבטחת איכות תוכנה (QA) ובדיקות תוכנה באמצעות כלים אוטומטיים ואחרים. בטסנת פותחו פתרונות ייחודיים לביצוע הבדיקות. טסנת הוקמה בשנת 1997, מנייתה הונפקו בבורסה בתל אביב בשנת 2000 והיא נסחרת לפי שווי שוק של 72 מיליון ₪ נכון ליום 16.10.07. כמחצית מהיקף הכנסותיה של טסנת (מאוחד) כיום נובע מאירופה המערבית ומארה"ב ובין השאר, מחברות הבת שרכשה בפינלנד, גרמניה ובריטניה. משום כך, מוחזקות חלק מהיתרות הנזילות במטבעות אלה. בליש"ט, יורו ודולר ונגרמת לה חשיפה מטבעית אינהרנטית.

שוק בדיקות התוכנה מצוי בצמיחה וכיום מושקעים כ-20%-10% מסך תקציבי פרויקט IT בבדיקות אשר מבוצעות ע"י גוף בלתי תלוי במפתח התוכנה. בטסנת נצבר ניסיון רב. טסנת חשופה לשינויים טכנולוגיים בתחומה, אין לה פטנטים על פתרונותיה הייחודיים. טסנת מעריכה את חלקה בשוק המקומי בכ-15%-10. לגבי חו"ל – רוב המתחרות הן חברות פרטיות קטנות, ואין באפשרותה להעריך את חלקה בשווקים אלו. מתחרתה העיקרית של טסנת בישראל היא טסקום. טסנת מעריכה כי התחרות בתחום הבטחת האיכות ובדיקות התוכנה בארץ ובחו"ל עשויה לגדול בשל המודעות הגוברת לשירותים אלו והרחבת היצע הכלים האוטומטיים. בכוונת טסנת לגדול באמצעות רכישות נוספות בחו"ל ובישראל.

הכנסותיה של טסנת צמחו לאורך השנים האחרונות, תוך שיפור קל בשיעורי הרווחיות התפעולית, ובמקביל חל גידול במספר העובדים. לטסנת אין חוב, והיא מחזיקה יתרות נזילות בשיעור של כ-40% מהמאזן, שיעור ההון העצמי למאזן גבוה.

**טסנת, נתונים כספיים עיקריים מתוך הדוחות המאוחדים, במיליוני ש"ח:**

מיליוני ₪	FY 2006	FY 2005	FY 2004		FY 2006	FY 2005	FY 2004
הכנסות	104	83	77	% צמיחה			
רווח תפעולי	7	5	4	% ר. תפעולי			
רווח נקי	5	4	4	% רווח נקי			
צבר הזמנות*	65	55	50	מסי עובדים			
				חוב פיננסי*			
יתרות נזילות*	23	32		הון עצמי* + זכויות מיעוט*			
סך הנכסים*	68	70		הון עצמי/מאזן			

\*נתונים מאזניים נכונים לתום תקופה

\*\* כמחצית מצבר ההזמנות היא בסבירות גבוהה.

**שיקולים עיקריים לדירוג**

מיצוב עסקי גבוה ובולט של החברה בתחום שירותי התוכנה וניהול הפרויקטים בישראל; מגוון פעילויות עסקיות אשר התפתחו בקבוצה בהדרגה במהלך השנים, תוך סינרגיה בין התחומים; הוכחת יכולת צמיחה עקבית ומשמעותית תוך שיפור הרווחיות; ניהול הדוק ואסטרטגיה עסקית ופיננסית שמרנית; בעלת בסיס לקוחות רחב וותיק ומפוזר על פני מגזרים וענפים; כמחצית מהכנסות החברה (מאוחד) נובעת מהמגזר הציבורי והביטחוני המאופיינים ביציבות; צבר הזמנות בשיעורים גבוהים מההכנסות; שדרת ניהול וותיקה ויציבה; איתנות פיננסית טובה, המתבטאת ברמת מינוף נמוכה יחסית ובנזילות גבוהה; ענף ה-IT מאופיין ברמת סיכון עסקי בינונית עד גבוהה וחשוף למחזוריות הכלכלית במשק הישראלי; היעדר שליטה מלאה בחלק מהפעילויות; תלות בשני לקוחות גדולים אשר הפסקת ההסכמים עימם עשויה לפגוע בתוצאותיה הכספיות; מדיניות דיבידנד אגרסיבית; היעדר הפרדה בין הבעלות לניהול.

**חוזקות**

**פעילויות עסקיות מגוונות, בסיס לקוחות רחב וותיק המפוזר על פני מגזרים וענפים**

בעשרות שנות פעילותה התפתחו בקבוצה תחומי פעילות מגוונים, כאשר מקור כ-60% מההכנסות בפעילות בתחום טכנולוגיות המידע, כ-30% נוספים ביעוץ, ניהול פרויקטים וביצועם, והיתר (כ-10%) בתחומי הלוגיסטיקה. בסיס הלקוחות של הקבוצה גדול, וותיק ומגוון. מחצית מהעבודות מבוצעות עבור לקוחות קיימים. כמחצית מהכנסות הקבוצה נובעות מרשויות שלטון ותעשייה ביטחונית המאופיינים ביציבות. סך ההוצאה לחומ"ס בקבוצה הינו נמוך מאוד.

**צבר הזמנות בשיעורים גבוהים מההכנסות, המצביע על קיומה של תשתית לפעילות ולצמיחה**

אמנת, סך צבר ההזמנות לתאריך 30.6.07, במיליוני ₪

החברה	שיעור האיחוד	צבר הזמנות	שיעור מהצבר הכללי
מרמנת	50%	78	24%
טסנת	מלא	75	23%
סיסנת	מלא	56	17%
אמן	מלא	50	15%
ברעם	65%	33	10%
אמגון	65%	21.7	7%
אחרות		17	5%
סה"כ		331	100%

צבר ההזמנות המאוחד לתאריך 30.6.07 עומד על סך של כ-331 מיליון ₪. הצבר מתייחס לתקופה של כ-18 חודשים. צבר זה אינו כולל אופציות להרחבת פרויקטים קיימים, בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח נוספים, על פי הערכת ההנהלה. יש לציין כי מתוך צבר ההזמנות נובע כ-14% (46 מיליון ₪) ממפעלי התעשייה האווירית (לסיסנת), כ-10% (30 מיליון ₪) ממשד החינוך (לאמן ומרמנת), וכ-13 מיליון ₪ מדואר ישראל (מרביתו לאמגון). צבר ההזמנות עמד בסוף 2006 על סך של כ-280 מיליון ש"ח,



מזה כ-180 מיליון ₪ לשנת 2007 והיתר - לתקופה שלאחר מכן. בתום שנת 2005 עמד צבר ההזמנות על כ- 200 מיליון ₪ אשר היוו כ-70% מההכנסות בפועל בשנת 2006.

### ***שדרת ניהול וותיקה ויציבה המאופיינת בשמרנות ובמעורבות פעילה של בעלי השליטה***

בחברות הבנות מכהנים מרבית דרגי הניהול הבכיר בתפקידיה במשך תקופות ארוכות, ומביאים עימם ידע וניסיון רב בתכנון ובהובלת תחומי הפעילות. התנהלותה השמרנית של הקבוצה באה לידי ביטוי בגידול מתון בהיקפי הפעילות לאורך השנים ובהתפתחות מבוקרת של תחומי פעילות חדשים. בעלי השליטה בקבוצה נוטלים חלק בפעילות השוטפת, בעיקר בתפקידי ניהול-על ומתוך כוונה להביא לידי מקסום את שיתופי הפעולה הרוחביים, להגביר את הסינרגיה ובמקביל - להביא לחסכון בעלויות ומיצוי היכולות המגוונות והרבות שקיימות בקבוצה. בעלי השליטה מביאים עימם גם קשרים ויכולת ייזום. יש לציין כי תגמול דרגי הניהול הבכיר כרוך בהוצאות שר והוצאות נלוות גבוהות יחסית, אשר להערכת מידרוג מנמיכות את שיעורי הרווחיות בקבוצה. באמן נרשם בשל כך הפסד תפעולי אשר צומצם לאחרונה עקב הפחתת הוצאות אלה.

### ***מוניטין גבוה והתמחות שנצברו במהלך עשרות שנות פעילות***

הקבוצה מספקת נתח משמעותי מכלל הפרויקטים של משרד החינוך בתחומים רבים, ברעם נמנית עם החברות המובילות את תחום פרסום החוצות בישראל, דיאלוג היא חברה מובילה בתחום הסקרים בארץ, טסנת נמנית על עשר החברות המובילות בעולם בתחום בדיקות הבטחות האיכות, בשוק הבלדרות בישראל מבצעת אמגון נתח נכבד מהפעילות, לאמן ומרמנת נתח מהותי בתחום הייעוץ וניהול הפרויקטים.

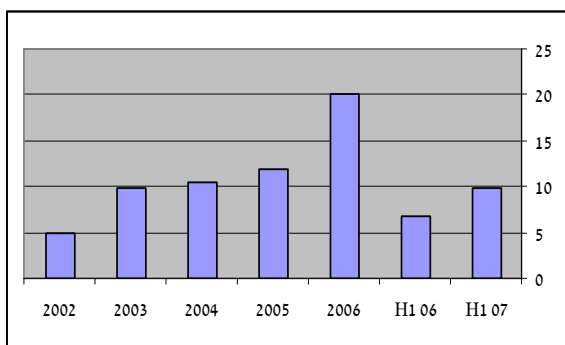
### ***סינרגיה וקשרי גומלין בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה***

- גיוון תחומי הפעילות מאפשר לקבוצה, במידת הצורך, להציע פתרון כולל עבור לקוחות באמצעות שיתוף פעולה בין החברות בקבוצה, ומקנה לה יתרון יחסי מול המתחרים. להלן מספר דוגמאות: ביצוע סקרי בחירות ופריימריס כאשר דיאלוג מתכננת את הסקר וארגון קלפיות המדגם והלוגיסטיקה מבוצע ע"י אמן. פרויקט "ויסקונסין" מבוצע ע"י אמן אשר מספקת ייעוץ ניהולי כאשר סיסנת מספקת את מערכות התוכנה. ובאותו אופן פרויקטי הרה-ארגון במשרד המשפטים ובבנק ישראל.
- בנושא המכירות בקבוצה מושם דגש על שיתוף וזרימת מידע בדרגי המכירות מול לקוחות פוטנציאליים וקיימים, כפי שתואר לעיל. אברהם אסף מרכז באופן שוטף תחום זה בקבוצה.
- קיימים מעברי כח אדם מקצועי בין החברות, ומתן שירותים בין החברות: אמגון נותנת שירותי תפעול לברעם, סיסנת מספקת שירותי מחשוב לאמנת, אמין, אמגון, אמן ומרמנת. אמנת מספקת שירותים פיננסיים למרבית החברות בקבוצה.

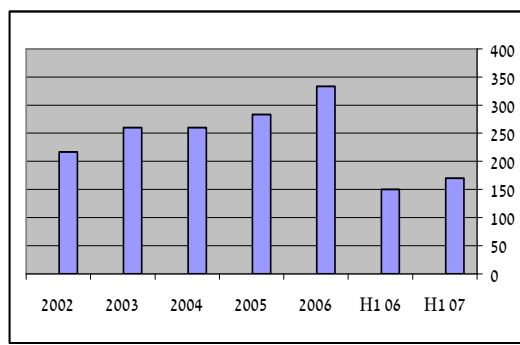
### ***צמיחה מתמשכת בהכנסות הקבוצה בשנים האחרונות המשולבת עם עליה ברווחיות הפעילות העסקית***

הכנסותיה המאוחדות של החברה רשמו עלייה מתמשכת בשנים האחרונות, בקצב ממוצע של 12% בכל שנה מאז 2002 ועד כה. הגידול בהכנסות נבע בעיקר מצמיחה אורגנית בפעילויות העסקיות של הקבוצה, ומקצתו בשל פעילות מיזוגים ורכישות. באותן שנים נרשם גם שיפור ברווחיות התפעולית.

**אמנת (מאוחד): רווח תפעולי, במיליוני ש"ח**



**אמנת (מאוחד): הכנסות, במיליוני ₪**



**איתנות פיננסית טובה המתבטאת ברמת מינוף נמוכה יחסית ובנזילות גבוהה**

שיעור ההון העצמי, בתוספת זכויות המיעוט, לסך המאזן מהווה כ-51% מסך המאזן ליום 30.6.2007. קבוצת אמנת עושה שימוש מועט מאוד בחוב פיננסי בשנים האחרונות, הנובע ברובו מאשראי לזמן קצר מבנקים אשר נע מאז 2004 ועד כה בסך ממוצע של כ-15 מיליון ₪. בנוסף ליחסי מינוף נמוכים מאוד, מחזיקה אמנת נזילות בסכומים גבוהים יחסית, יחסי כיסוי החוב שלה טובים, והאיתנות הפיננסית גבוהה. העמסת תוספת חוב של כ-50 מיליון ₪ (ללא הנפקת הון) תוריד את יחס הון עצמי למאזן לשיעור של כ-41%, והחוב הפיננסי יעלה לכ- 38% מה-CAP.

**גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים**

**ענף ה-IT מאופיין ברמת סיכון עסקי בינונית עד גבוהה**

ענף ה-IT, האחראי למחצית מהכנסות הקבוצה, מאופיין בסיכון עסקי בינוני עד גבוה. מחד, הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הנובעים מדרישת ידע, מוניטין וניסיון מצטברים, כמו גם מיתרון לגודל ומצורך בפלטפורמה ניהולית ותפעולית רחבה. כמו כן, מאופיין הענף בחוזים ארוכי טווח מול לקוחות גדולים בדרך כלל, וביחסים מתמשכים מולם. בנוסף, דרישות ההשקעה בענף זה אינן גבוהות יחסית. מאידך, סובל הענף מתחרות גבוהה מאוד, מרמות רווחיות נמוכות, מחשיפה גבוהה למחזורי עסקים, המשפיעים בחדות יחסית על הענף, משינויים טכנולוגיים תכופים ומתחרות גבוהה על כוח אדם מיומן, הן ברמה המקצועית והן ברמה הניהולית. ככלל, תחום ה-IT מאופיין באתגרים ניהוליים גבוהים, בשל עתירות כ"א, הפעילות מאופיינת בפרוייקטים ותחרות גבוהה.

**השוואת שיעורי רווח תפעולי של חברות ציבוריות בתחום מערכות המידע**

רווח תפעולי			סך הכנסות FY 2006, במיליוני ₪	שם החברה
2004	2005	2006		
6.9%	6.9%	7.1%	*1,896	נס טכנולוגיות
2.4%	3.8%	5.6%	1,247	תים
7.8%	7.3%	7.3%	1,177	מטריקס
3.9%	3.0%	4.9%	612	טלדור
<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>330</b>	<b>אמנת</b>
15.1%	10.4%	7.5%	250	וואן
5.8%	4.6%	5.8%	238	טסקום
<b>5.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>104</b>	<b>טסנת</b>
<b>5.3%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>191</b>	<b>סיסנת</b>

\* הכנסות נס טכנולוגיות לשנת 2006 הסתכמו לסך 474 מיליון דולר, ותורגמו לש"ח לפי \$1=4 ₪.

## **פעילות הקבוצה מרוכזת ברובה בישראל**

מעל ל-80% מהכנסות הקבוצה נובעות מלקוחות בישראל ועל כן קיימת חשיפה לתנודות הנובעות ממחזוריים כלכליים במשק הישראלי. יש לציין עם זאת שכמחצית מההכנסות נובעות ממשרדי ממשלה ומהתעשייה האווירית אשר מאופיינים ביציבות. בכוונת הקבוצה להרחיב את פעילותה בחו"ל אשר מהווה מאז 2003 כ-20%-15 מסך ההכנסות ונובעת מפעילות במערב אירופה וארה"ב באמצעות חברות הבנות של טסנת, ומפעילות מועטת של אמן במזרח אירופה ושל מרמנת במכרזים של הבנק העולמי.

### **תלות בשני לקוחות גדולים, ופעילות המאופיינת בפרויקטים חושפים את החברה לסיכון של קיטון בהכנסות**

פעילות הקבוצה מאופיינת בפרויקטים המתנהלים בזה אחר זה, כאשר בין סיום פרויקט אחד לתחילתו של פרויקט אחר תתכן תקופה בה ההוצאות הקבועות עדיין משולמות אך ההכנסות עשויות לקטון. לחברה מספר לקוחות עיקריים, שההכנסות מכל אחד מהם מהוות מעל 5% מסך הכנסות הקבוצה במאוחד בשנת 2006. אלו כוללים את לקוח א' (16% מסך ההכנסות) לקוח ב' (7% מסך ההכנסות), ולקוח ג' (5% מסך ההכנסות במאוחד). הנהלת החברה מסרה שאין תלות בין הפרויקטים השונים המבוצעים עבור אותו לקוח. עם זאת, להערכת מידרוג, עקב העובדה כי לקוח א' תורם כ-16% מהכנסות הקבוצה כולה, קיים סיכון כי החלטה מרוכזת להפסיק את ההתקשרות מול הקבוצה- תפגע בסך הרווח ובתזרים המזומנים של הקבוצה.

### **חשיפה מטבעית הנובעת מעודף כספים ונכסים במטבע זר**

הקבוצה חשופה לשינויים בשערי החליפין אשר נובעת מעודף כספים ונכסים במטבע זר. מפעם לפעם מתבצעת הערכת הסיכון, בהתחשב בתוכניות ותחזיות לגבי משתנים מקרו כלכליים, ודיון בדרכים רלוונטיות בהן יש למקוט. בקרה בקבוצה בנושא סיכונים שוק נעשית באופן שוטף ע"י וועדת ההשקעות של הקבוצה ודיווח תקופתי לחברי הדירקטוריון.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:**

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות שילווה בגידול בשיעורי הרווחיות, תוך שמירה על איתנות פיננסית גבוהה
- השקעות בתחומים חדשים המאופיינים בסיכון עסקי נמוך, אשר יובילו לגיוון ענפי משמעותי של הפעילות

### **גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:**

- שינוי מבנה האחזקות בקבוצה שיהיה בו להחליש במידה משמעותית את המיצוב העסקי והפיננסי
- ביצוע השקעות חדשות באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- ירידה ביחס ההון העצמי בתוספת זכויות המיעוט לסך הנכסים במאזן המאוחד מתחת ל-38%
- יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מעל ל-1.5. חוב פיננסי נטו: חוב פיננסי בדוחות הכספיים המאוחדים בניכוי יתרות נזילות; EBITDA: סך ה-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים.

## **ניתוח פיננסי**

### **צמיחה מתמשכת בהכנסות הקבוצה בשנים האחרונות המשולבת עם עליה ברווחיות הפעילות העסקית**

הכנסותיה המאוחדות של החברה צמחו בקצב שנתי ממוצע של 12% בשנים 2002-2006. מרבית הגידול נבע מצמיחה אורגנית בפעילויות הקבוצה, ומקצתו מפעילות רכישות: תדיעד מאוחדת החל ביוני 2006 (היקף ההכנסות השנתי של תדיעד בשנת 2006 כ-30 מיליון ₪), סך ההכנסות של חברות הבת של טסנת, שנרכשו באירופה בהדרגה החל ב-2003 היה כ-17 מיליון ₪ בשנת 2006. במקביל לגידול בהכנסות גדלה גם הרווחיות: שיעור הרווח הגולמי גדל בהדרגה מכ-11% בשנת 2002 לכ-17% בחציון הראשון של 2007, בהתאמה, הרווח התפעולי עלה מכ-2.3% לכ-5.7%. שיעורי הרווח הנקי גדלו פחות, עקב ניכוי חלקו של המיעוט ברווח של חלק מחברות הקבוצה: בעיקר סיסנת (שיעור

חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות, מיליוני ₪						
FY 02	FY 03	FY 04	FY 05	FY 06	H1 07	
0.8	0.3	1.4	0.8	1.2	0.6	סיסנת
1.1	1.7	1.9	2.1	2.2	1.4	טסנת
0.1	0.2	0.4	1.2	2.2	1.3	ברעם
0.8	-0.6	4.4	0.0	0.1	0.1	כוכב כחול
<b>2.8</b>	<b>1.6</b>	<b>8.2</b>	<b>4.2</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	סה"כ

אחזקה של 80%) אשר מחזיקה בטסנת (בשיעור של כ-55%), החל ב-2005 גם בגין ברעם (המוחזקת ע"י אמן בשיעור 44%), ובשנת 2004 בגלל כוכב כחול ועולה בע"מ ("כוכב כחול") המוחזקת ישירות על ידי החברה בשיעור 50%, ראה פירוט בטבלה משמאל. הוצאות השכר בקבוצה הסתכמו לסך 175 מיליון ₪ בשנת 2006, היוו כ-59% מ עלות המכר בשנ זו, זהו

גידול קל ביחס לשנים 2004-2005, עקב גידול בסך העובדים: בשנת 2006 הועסקו בקבוצה 1,170 עובדים לעומת 950 בלבד בשנת 2005. מרבית הגידול מתבטא בתחום ה-IT, ומרכישת תדיעד שבה למעלה מ-100 עובדים. בשנת 2004 היוו ההכנסות האחרות סך משמעותי של כ-7.5 מיליון ש"ח אשר נובע מרווחי הון שנרשמו בטסנת, בגין תקבולים מראש על אופציות אשר לא מומשו כשהגיע מועד פקיעתן ועוד רווח מממוש נכס נדל"ן בציכיה, באמצעות חברת הכוכב הכחול. הרווח הנקי בשנת 2006 כולל פריט חד פעמי בסך כ-1.5 מיליון ₪ בגין שינוי שיטה חשבונאית, שגרם לשיעור רווח נקי חריג בשנה זו.

#### אמנת, נתונים מתוך רווח והפסד, באלפי ₪

נתונים מתוך דוח רווח והפסד							אלפי ש"ח
FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	H12006	H1 2007	
215,645	261,093	259,822	282,154	333,527	151,098	170,483	מחזור הפעולות
23,353	35,122	39,977	41,318	55,159	22,068	28,817	רווח גולמי
3,066	5,513	6,616	7,935	11,443	5,005	6,037	הוצאות מכירה ושיווק
15,386	19,705	22,859	21,588	23,535	10,234	13,030	הוצאות הנהלה וכלליות
4,901	9,904	10,502	11,795	20,181	6,829	9,750	רווח מפעולות רגילות
9,587	15,345	15,265	15,967	23,832	8,455	11,940	EBITDA
(1,040)	4,135	2,224	2,153	2,233	1,504	1,452	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
2,174	2,086	7,435	889	812	467	134	הכנסות (הוצאות) אחרות נטו
(2,885)	(1,642)	(8,177)	(4,182)	(5,730)	(2,666)	(3,412)	חלק המיעוט ברווחי מאוחדות, נטו
2,281	6,399	7,256	5,316	11,541	3,956	4,219	רווח נקי לתקופה
FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	H12006	H1 2007	ניתוח נתוני רווחיות
13%	21%	0%	9%	18%	-9%	13%	שינוי בהכנסות %
11%	13%	15%	15%	17%	15%	17%	רווח גולמי %
7.1%	7.5%	8.8%	7.7%	7.1%	6.8%	7.6%	הוצאות הנהלה וכלליות %
2.3%	3.8%	4.0%	4.2%	6.1%	4.5%	5.7%	רווח תפעולי %
1.3%	0.6%	3.1%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	חלק המיעוט ברווחי מאוחדות, נטו %
1.1%	2.5%	2.8%	1.9%	3.5%	2.6%	2.5%	רווח נקי %

#### הכפלת תזרים המזומנים מפעילות FFO בשנים האחרונות

תזרים המזומנים המאוחד מפעילות, FFO, עלה בהדרגה עד כי הכפיל עצמו מאז 2002 ועד ל-2006. נתוני המחצית הראשונה של 2007 מצביעים על המשך מגמה זו. הגידול ב-FFO נובע מהגידול בהיקף הפעילות, אשר מתורגם לגידול בסך הרווח התפעולי, גידול בשיעורי הרווחיות. בחציון הראשון של 2007 נרשם FFO בקצב השנתי שאפיין את 2006.

תזרים מזומנים							באלפי ש"ח
FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	H12006	H1 2007	
2,281	6,399	7,256	5,316	11,541	3,956	4,219	רווח נקי לשנה
9,587	15,345	15,265	15,967	23,832	8,455	11,940	EBITDA
6,368	5,799	3,223	7,992	6,353	1,147	4,846	סך התאמות ללא שינויים בהון חוזר
8,649	12,198	10,479	13,308	17,894	5,103	9,065	FFO
11,841	-2,169	15,755	-13,593	-6,568	-21,747	-18,566	סך שינויים בהון חוזר
20,490	10,029	26,234	-285	11,326	-16,644	-9,501	CFO
4,465	2,344	2,819	3,597	3,786	2,027	1,628	CAPEX
4,547	5,555	6,483	8,000	10,000	5,000	12,000	DIV
-363	4,299	1,177	1,711	4,108	-1,924	-4,563	FCF

**גידול בחובות הלקוחות אשר מומן באמצעות מכירת נכסי הנדל"ן במזרח אירופה וירידה ביתרות הנזילות,**

עיקר נכסי החברה נובעים מרכוש שוטף, הכולל יתרות נזילות ויתרות לקוחות, הממומנים בעיקר בהון עצמי, יתרות זכאים ומקדמות. היתרות הנזילות בדוחות המאוחדים לתאריך 30.6.07 כוללות כ-16 מיליון ש"ח מקדמות במזומן מלקוחות. כ-10 מיליון ש"ח מתוך המקדמות נובעות מפעילות מרמנת בפרויקט קרב אשר בו מתקבלים בסוף חודש כספי משכורות לעובדי הפרויקט. סכומים אלה משולמים כעבור ימים ספורים והחברה משמשת למעשה כ"צינור" להעברתם. היקף היתרות הנזילות בקבוצה משתנה על פני הרבעונים כאשר בתום שנה קלנדארית סכומם הוא הגבוה ביותר, עקב מקדמות המתקבלות מהמגזר הציבורי בכל סוף חודש קלנדארי ובמיוחד בסוף דצמבר. יתרת הלקוחות

אמנת (מאוחד) - מאזן							אלפי ש"ח
31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.6.2006	30.6.2007	
49,588	43,849	58,962	44,892	49,302	35,607	28,034	מזומנים ושווי מזומנים
39,802	45,502	44,909	50,575	30,732	31,687	27,968	השקעות לזמן קצר
<b>44,197</b>	<b>49,469</b>	<b>53,689</b>	<b>65,626</b>	<b>78,433</b>	<b>85,824</b>	<b>93,759</b>	<b>לקוחות</b>
7,012	7,118	8,602	9,994	12,832	15,545	12,090	חייבים ויתרות חובה
	-	2,874	-	-	-	-	קרקע מיועדת למכירה
144	65	25	51	155	144	135	עבודות בביצוע בנייה מקדמות
<b>140,743</b>	<b>146,003</b>	<b>169,061</b>	<b>171,138</b>	<b>171,454</b>	<b>168,807</b>	<b>161,986</b>	<b>סך רכוש שוטף</b>
9,671	3,270	3,041	390	561	413	695	השקעה בחברות מוחזקות
5,628	4,207	2,742	2,366	3,654	4,460	9,271	יתרות חובה לזמן ארוך אחרות
264	369	553	1,174	1,705	1,234	1,658	יעודה לסיום יחסי עובד-מעביד, נ
				2,028	2,051	1,998	דלתן להשקעה
<b>60,963</b>	<b>62,347</b>	<b>36,360</b>	<b>35,884</b>	<b>26,517</b>	<b>26,959</b>	<b>26,043</b>	<b>רכוש קבוע נטו</b>
7,849	9,725	7,215	7,024	12,857	12,275	16,421	נכסים בלתי מוחשיים
<b>225,217</b>	<b>226,072</b>	<b>218,972</b>	<b>217,976</b>	<b>218,776</b>	<b>216,199</b>	<b>218,072</b>	<b>סך נכסים</b>
19,687	19,714	14,445	14,144	4,797	5,910	7,704	אשראי מתאגידים בנקאיים
17,129	21,915	21,058	20,044	23,614	22,865	22,358	ספקים ונותני שירותים
26,053	29,136	39,305	39,259	43,715	55,721	46,682	זכאים ויתרות זכות
15,418	11,188	19,483	19,172	19,402	11,939	15,919	מקדמות בנייה בביצוע
<b>78,287</b>	<b>81,953</b>	<b>94,291</b>	<b>92,619</b>	<b>91,528</b>	<b>96,435</b>	<b>92,663</b>	<b>סך התחייבויות שוטפות</b>
9,618	10,958	525	212	1,950	73	4,821	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
8,933	6,870	3,373	387	1,293	390	5,365	התחייבויות לבעלי ענין
846	1,068	169	294	825	300	780	מיסים נדחים
2,921	2,246	1,348	2,202	3,668	3,562	3,829	התחייבויות של סיום יחסי עובד
<b>29,288</b>	<b>29,170</b>	<b>33,914</b>	<b>34,381</b>	<b>31,249</b>	<b>29,246</b>	<b>29,938</b>	<b>זכויות המיעוט</b>
7,562	7,557	-	-	112	92	84	תקבולים ע"ח אופציות שהונפקו
1,292	590	357	-	-	-	-	תקבולים ע"ח מניות הנתנים להחזרה
<b>83,920</b>	<b>84,963</b>	<b>84,995</b>	<b>87,881</b>	<b>88,140</b>	<b>86,101</b>	<b>80,402</b>	<b>הון עצמי</b>
<b>225,217</b>	<b>226,072</b>	<b>218,972</b>	<b>217,976</b>	<b>218,775</b>	<b>216,199</b>	<b>218,072</b>	<b>סך התחייבויות והון</b>

יתרת הלקוחות במאזן עלתה במהלך השנים האחרונות בשל העלייה בהיקפי הפעילות. ימי הלקוחות לסוף שנה יציבים בסביבות 70-80 ימים. ככלל, תנאי התשלום שדורשת החברה הם שוטף +60. כמחצית מיתרת הרכוש האחר כוללת מוניטין וקשרי לקוחות של חברות שנרכשו בשנים האחרונות (תדיעד, וחברות בת של טסנת במערב אירופה)

סך זה לא מופחת יותר החל בראשית 2006 בעקבות אימוץ תקן חשבונאות מס' 20 ע"י החברה אשר זו הוראתו. יתרות הזכאים כוללות בעיקר התחייבויות שוטפות בגין עובדים, ובין השאר, מקדמות שהתקבלו בגין עובדי קרן קרב המועברות לעובדי הפרויקט בסמוך לתאריך המאזן, כפי שפורט לעיל.

**איתנות פיננסית גבוהה המתבטאת במינוף נמוך, ביתרות מזומן גבוהות וביחסי כיסוי נמוכים**

שיעור ההון העצמי בתוספת זכויות המיעוט לסך נכסי אמנת הוא כ-51% מסך המאזן ליום 30.6.2007 והוא עומד על סך של כ-110 מיליון ₪. לאמנת חוב פיננסי נמוך מאוד בשנים האחרונות, הנובע רובו מאשראי לזמן קצר מבנקים. החברה לא פנתה לבנקים בבקשה למסגרת אשראי ועל כן אין לה מסגרות מאושרות. יתרת האשראי המרבית במהלך 2006 (על בסיס סוף רבעון) עמדה על כ-8.0 מיליון ש"ח. בחלק מהפרויקטים, חברות הקבוצה נדרשות למתן ערבויות בגובה של כ-10% מסך תקבולי הפרויקט. בתאריך 31.12.06 סך הערבויות הוא כ-36 מיליון ₪. לאמנת יתרות נזילות גבוהות יחסית, חוב נמוך וכתוצאה - יחסי המינוף נמוכים מאוד, יחסי הכיסוי טובים והאיתנות הפיננסית גבוהה. הגידול בתזרים מפעילות, FFO, בשנים האחרונות שיפר את יחסי כיסוי החוב ל-FFO לכ-1.0 בתאריך 30.6.07 לעומת 4.4 בתאריך 31.12.06. העמסת תוספת חוב של כ-50 מיליון ₪ (ללא הנפקת הון) תוריד את יחסי האיתנות : יחס הון למאזן ירד לשיעור של כ-41%, והחוב הפיננסי יעלה לכ-38% מה-CAP.

12.02	12.03	12.04	12.05	12.06	6.06	6.07	פרפורמה תוספת חוב בסך 50 מיליון ₪	אמנת מאוחד, יחסי איתנות פיננסית
89,390	89,351	103,871	95,467	80,034	67,294	56,002		יתרות דלילות
38,238	37,542	18,343	14,743	8,040	6,373	17,890	67,890	חוב פיננסי
(51,152)	(51,809)	(85,528)	(80,724)	(71,994)	(60,921)	(38,112)		חוב פיננסי נטו (עודף מזומנים)
152,292	152,743	137,421	137,299	128,254	122,020	129,010	179,010	CAP
25%	25%	13%	11%	6%	5%	14%	38%	חוב cap
37%	38%	39%	40%	40%	40%	37%	30%	הון עצמי לסך המאזן
50%	50%	54%	56%	55%	53%	51%	41%	הון עצמי זכויות מיעוט למאזן

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	H12006	H1 2007	יחסי כיסוי החוב
4.4	3.1	1.8	1.1	0.4	0.6	1.0	חוב ל-FFO
9.1	3.8	2.4	1.5	0.6	1.0	1.2	חוב ל-FFO-CAPEX
neg	8.7	15.6	8.6	2.0	neg	neg	חוב ל-FCF

**מדיניות דיבידנד אגרסיבית**

אמנת חילקה מאז 2002 ועד כה את מרבית הרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות, כך שסך ההון העצמי נותר יציב סביב סך של כ-85 מיליון ₪, חרף רווחיות הקבוצה. זכויות המיעוט במהלך תקופה זו היו כ-31 מיליון ₪.

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה 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 לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון 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 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.

דו"ח מספר : CTA02110750M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2007.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 צריכים 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמניפים 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.