



וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ

A2	דירוג סידרה
-----------	--------------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח ב' בסך של עד 75 מיליון ₪ שתנפיק וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ ("החברה"). האג"ח יפרעו במח"מ של עד 5 שנים. הריבית והקרן צמודות למדד. כמו כן, חל הדירוג על סדרת האג"ח הקיימת של החברה (סדרה א').

תמורת ההנפקה מיועדת להרחבת הפעילות הקיימת, רכישות ומיזוגים של חברות/פעילויות סינרגטיות.

להלן פירוט אגרות החוב שבמחזור בישראל:

דירוג	מועד פדיון סופי	יתרה ליום 31.3.08 (מש"ח)	שיעור ריבית שנתית (%)	מועד הנפקה	סדרת אג"ח	דירוג Issuer
A2	7.2013	45	3.95% (צמוד מדד)	6.2005	סדרה א'	

פרופיל החברה

וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ ("החברה" או "וואן תוכנה") הינה בית תוכנה ופועלת במישרין ובאמצעות חברות בת (ביחד: "הקבוצה") בשיווק והפצה של מוצרי תוכנה בין מוצרי תוכנה שפותחו ע"י הקבוצה ובין מוצרים של יצרנים אחרים. כמו כן עוסקת החברה בשיווק מוצרי חומרה ומערכות מחשבים באמצעות חברת הבת וואן שילוב מערכות בע"מ ("וואן מערכות"), שמרבית מניותיה נרכשו ברבעון השלישי של שנת 2006. החל מיום 31 לדצמבר נמצאת וואן מערכות בבעלות מלאה של החברה.

קבוצת וואן, נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	2007 IFRS	3.2007 IFRS	3.2008 IFRS	במיליוני ₪
166	206	391	516	516	130	132	הכנסות לתקופה
25.0	21.1	29.0	30.6	29.6	6.9	9.4	רווח תפעולי מתואם *
12.4	12.5	17.7	18.3	20.8	5.0	5.9	רווח נקי
34	42	29	42	42	62	25	יתרות נזילות
20	41	62	78	78	70	79	חוב
41	48	56	68	69	63	74	הון עצמי זכויות מיעוט
130	181	276	318	318	284	306	סך מאזן
31%	26%	20%	21%	22%	22%	24%	הון עצמי זכויות מיעוט למאזן

* הרווח התפעולי לפי IFRS ללא הוצאות אחרות

החברה התאגדה בשנת 1973 כחברה פרטית, בשנת 1983 הונפקו מניותיה לציבור. בעלת העניין העיקרית בחברה היא קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ ("קבוצת מיחשוב ישיר"), המחזיקה כ- 66% מהונה המונפק. נכון ליום 30.4.2008 העסיקה הקבוצה 1,214 עובדים.

מחבר:
כפיר ארבל
אנליסט
arbelk@midroog.co.il

אנשי קשר:
עינת ירחי
אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

סיגל יששכר
ראש צוות בכיר
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין,
סמנכ"ל בכיר
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים
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

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 6.7.2008.

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

הקבוצה פועלת הן בתחום התוכנה והן בתחום החומרה. פעילות תחום התוכנה כוללת מספר מגזרים נפרדים : **ייצוג יצרני תוכנה** - מאופייין ברווחיות גבוהה יחסית, בלקוחות גדולים ובינוניים בעלי מערכות מחשב מורכבות, בעיקר בתחום התקשורת, כאשר ההתקשרות היא בחלקה רב-שנתית; **שירותי תוכנה בסביבת ERP** – לאורך זמן מאופייין בשיעורי רווחיות גבוהים יותר מאלו של ייצוג יצרני תוכנה, משכי פרויקטים של עד שנה, ועסקאות השירות בו הן רב-שנתיות. במגזר זה מאות לקוחות עימן יש לקבוצה התקשרות רבת שנים; **מגזר פתרונות תוכנה ומיחשוב** מתאפיין ברווחיות דומה לזו של מגזר ה-ERP, לקבוצה מאות לקוחות במגזר זה בתחום המסחרי והתעשייתי; החל מדוחות 31.12.2007 הוסרה הצגתו בנפרד של **מגזר אבטחת מידע והמשכיות עסקית** בשל ירידה במשקלו היחסי מכלל פעילות החברה. מגזר זה רושם הפסד תפעולי, ומצוי החל משנת 2007 בתהליכי ארגון מחדש. תחום זה מאופייין בעתירות ידע ודרישות סיווג בטחוני גבוהות של העובדים, כאשר ההתקשרויות עם לקוחות הם לטווחי זמן קצרים יחסית. תחום זה מוצג במסגרת מגזר **"אחרות"**.

פעילות **תחום החומרה** (מערכות) החלה ברכישת 82.7% ממניותיה של וואן מערכות, ברבעון השלישי של שנת 2006. יש לציין כי פעילות תחום החומרה, מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים יותר בהשוואה לשיעורי הרווחיות בתחום התוכנה, הן בכלל התעשייה והן בחברה. החל מיום 31 לדצמבר 2007 נמצאת וואן מערכות בבעלות מלאה של החברה.

באוגוסט 2007 הושלמה עסקת רכישת 66% ממניות חברת STANGA LTD – חברה פרטית הפועלת בבולגריה המספקת שרותי פיתוח תוכנה, בדיקות תוכנה וביצוע פרויקטים עבור חברות ישראליות, חברות גלובאליות וחברות בינלאומיות מאירופה וארה"ב. בספטמבר 2007 הושלמה עסקת רכישת 50% ממניות חברת SOFTWARE S.R.L – WIZROM – חברה פרטית הפועלת ברומניה ומספקת מגוון פתרונות בתחום מערכות מידע בתחומי ניהול משאבים ארגוניים (ERP), בינה עסקית (BI), פרויקטים ושירותי תוכנה. בינואר 2008 הושלמה עסקת רכישת 75% ממניות חברת אנטרופי יועצים בע"מ ("אנטרופי"), המספקת שרותי יעוץ בתחום ניהול סיכונים ורגולציה.

בעלות וניהול

בעל השליטה, מר עדי אייל מעורב בפעילות הקבוצה והינו בעל ניסיון רב ומוכח בתחום

החברה מוחזקת בשיעור של כ- 66% על ידי קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ ("מיחשוב ישיר"), כ- 10% מוחזקים על ידי מיגר מערכות מידע גרנות אגודה שיתופית חקלאית בע"מ, 10% נוספים בידי הציבור והיתר על ידי גופים מוסדיים שונים. מיחשוב ישיר הינה חברה ציבורית המוחזקת בכ- 61% על ידי מר עדי אייל (בעיקר באמצעות נריטה חברה למסחר והשקעות בע"מ), כ- 8% בידי אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ (בשליטת נתן חץ) והיתר בידי הציבור.

מיחשוב ישיר עוסקת בתחום ה-IT באמצעות קבוצת וואן, ופעילות נוספת שלה היא בתחום מתן שירותי מימון (ליסינג תפעולי וליסינג מימוני) באמצעות חברת בת טקליס שירותי מימון בע"מ. במהלך הרבעון השלישי לשנת 2006 מכרה מיחשוב ישיר את כל אחזקותיה בוואן מערכות לוואן תוכנה, במטרה ליצור פעילות מרוכזת בתחום ה-IT בקבוצת וואן. בעל השליטה בקבוצה – מר עדי אייל בעל תרומה מהותית בפרט בפיתוח העסקי ובחזוק הסינרגיה הפנים ארגונית.

דמי ניהול

בהסכם משנת 2000 הוסכם כי החברה תשלם לחברת האם – מיחשוב ישיר – דמי ניהול, יעוץ והכוונה בסך של 25 אלפי ₪ לחודש. בהסכם משנת 2002 הוסכם כי קבוצת מיחשוב ישיר תספק שירותי ניהול ויעוץ לחברה המאוחדת – וואן מוצרים תמורת דמי ניהול שנתיים של 250 אלפי ₪ בשנה. בין וואן מערכות לקבוצת מיחשוב ישיר קיים הסכם משנת 1999, לפיו תספק קבוצת מיחשוב ישיר שירותי ניהול ויעוץ שונים, תמורת דמי ניהול שנתיים בסך של כ- 1 מיליון ש"ח (צמוד למדד).

שכבת הנהלה ותיקה בעלת ניסיון מקצועי וקשרי גומלין בין מגזרי הפעילות

במרץ 2006 מונה מר אודי וינטראוב לתפקיד מנכ"ל וואן תוכנה, והחליף את מר אלדד בר אדון, שהמשיך לשמש כיועץ בהיקף חלקי עד תום הרבעון השלישי לשנת 2006. מנהלי מגזרי הפעילות השונים של החברה הינם בעלי ניסיון מקצועי רב, רובם צמחו מתוך הקבוצה, והם מקיימים בניהם סינרגיה מקצועית התורמת לפתרון הכולל אותו יכולה הקבוצה להעניק ללקוחותיה, בשילוב פתרונות חומרה עם פתרונות תוכנה שונים.

להערכת מידרוג ותק וניסיון מנהלי תחומי הפעילות העיקריים, תורמים רבות להצלחתה ומקצועיותה של החברה, והחלפתם תהה כרוכה בהעברת ידע שתמשך זמן ניכר, ועלולה להקשות על פעילות החברה בזמן הקצר.

שם	תפקיד בקבוצה	ותק בתפקיד	ניסיון קודם, תפקידים בתחום
מר ניצן ספיר	יו"ר דירקטוריון	כ- 3 שנים	יו"ר דירקטוריון בקבוצת מיחשוב ישיר מנכ"ל ונשיא INQUERA
מר אודי וינטראוב	מנכ"ל וואן תוכנה	2.5 שנים	שימש בעבר כמנכ"ל חברת אומניטק איכות בע"מ
מר שלום (שלי) כהן	סמנכ"ל כספים ותפעול	1.5 שנים	שימש בעבר כסמנכ"ל כספים בוואן מערכות
מר דוד אלוש	סמנכ"ל בכיר בתחום ה-ERP המקומי	כ- 6 שנים	שימש בעבר כמנהל בכיר בתחום ה-ERP של החברה
מר ארז גולדשטיין	סמנכ"ל חטיבת פרויקטים	כ- 5 שנים	שימש כמנכ"ל קוביות תוכנה בע"מ
מר אביעד (עדי) שיין	מנכ"ל וואן מערכות	כשנה	כיהן לפני כן כמשנה למנכ"ל וואן מערכות
מר שי אוזון	מנכ"ל חברת וואן UP 1	כ- 4 שנים	שימש בעבר כמנכ"ל משותף בויזקון מערכות מידע בע"מ

אסטרטגיה

תמורת ההנפקה תשמש להרחבת הפעילות הקיימת, רכישות ומיזוגים של חברות/פעילויות סינרגטיות.

החברה בוחנת באופן שוטף את האפשרות של כניסה לתחומים חדשים ומכירת מוצרים חדשים כמוצרים משלימים ללקוחות קיימים. בחו"ל ביצעה החברה שתי רכישות של חברות תוכנה בשנה החולפת ברומניה (בעיקר בתחום ה-ERP ובינה עסקית) ובבולגריה (שרותי פיתוח תוכנה ובדיקות תוכנה) בהשקעה כוללת של כ- 20 מיליון ש"ח כפי שפורט לעיל. בטווח הקצר הנהלת החברה ממוקדת בהטמעת ופיתוח החברות הנרכשות.

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת

לואן תוכנה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, במהלך שנת 2006 וכן במהלך שנת 2007 חילקה החברה דיבידנד בשיעור של כ- 30% מהרווח הנקי, לעומת שיעורים גבוהים יותר בשנים קודמות (כ-70% בשנת 2005, וכ-77% בשנת 2004). להלן פירוט חלוקת דיבידנד שביצעה החברה עד היום: בספטמבר 2005 שילמה החברה דיבידנד בסך של כ- 4,956 אלפי ש"ח, בינואר 2006 כ- 6,020 אלפי ש"ח, ובספטמבר 2007 סך של כ- 5,000 אלפי ש"ח.

בהתקשרויות החברה עם הבנקים המממנים שלה נכללות התחייבויות לשמירה על הון עצמי, המגבילות אותה בחלוקת דיבידנד, חלוקת דיבידנדים כאמור מעלה לא הפרה התחייבויות אלה. החברה עומדת בהתניות הנ"ל. החברה התחייבה כלפי בנק א' שהונה העצמי לא יפחת מ- 7% מסך המאזן המאוחד והונה העצמי לא יפחת מסך של 25 מיליוני ש"ח (מהמאזן המאוחד, הסכום צמוד מדד). כלפי בנק ב' ההתחייבויות כוללות הון עצמי שלא יפחת מסך

של 25 מיליון ₪ (מהמאזן המאוחד), הרווח התפעולי השנתי המאוחד לא יפחת מ- 18 מיליון ₪, סך חובותיה של החברה סולו לבנקים ולמחזיקי אג"ח לא יעלה על 90 מיליון ₪.
גם לוואן מערכות התניות מול הבנקים כדלקמן : עמידה ביחס הון למאזן שלא יפחת מ- 10% ; הון עצמי שלא יפחת בכל עת שהיא מסכום של 12 מיליון ₪; החל מיום 31.12.2004 סכום ה- EBITDA לשירות החוב שלא תפחת מסך של 2 מיליון ₪; הסכום המצטבר של ה EBITDA לשירות החוב ויתרת המזומנים לא יפחת מ- 5 מיליון ₪ ועוד.
בנוסף התחייבה וואן מערכות לקבל את הסכמת הבנק בכתב ומראש במספר מקרים המפורטים בתשקיף החברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

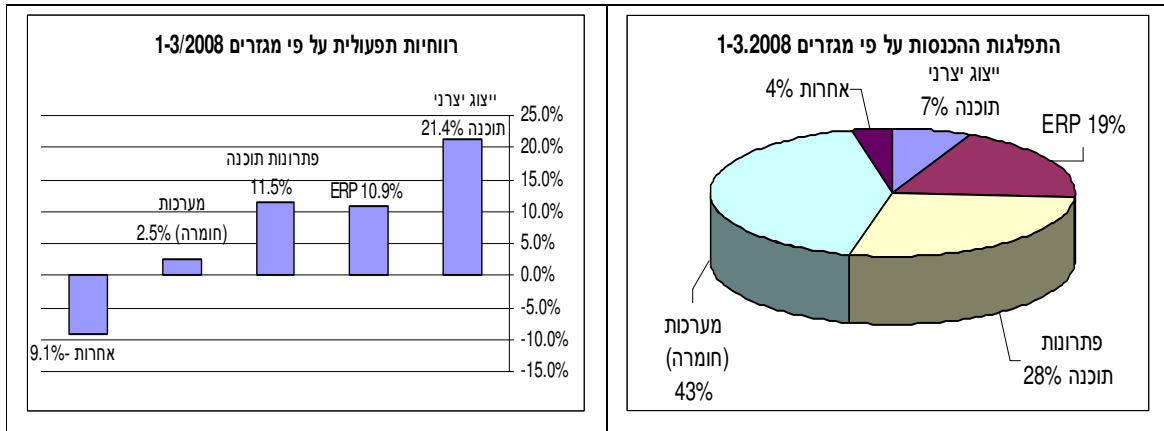
תהליך קונסולידציה הקנה לחברה יתרון לגודל, פיזור של פעילויות עסקיות מגוונות ובסיס לקוחות רחב וותיק המפוזר על פני מגזרים וענפים; מוניטין גבוה והתמחות שנצברו במהלך עשרות שנות פעילות; שדרת ניהול וותיקה ויציבה המאופיינת בשמרנות ובמעורבות פעילה של בעל השליטה; סינרגיה וקשרי גומלין בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה; ניהול פרויקטים שמרני יחסית, נוכחות בולטת בסקטור התקשורת ונוכחות נמוכה בסקטור הפיננסים בתמהיל הלקוחות למרות שסקטור זה מאופיין בצורך גובר לשירותי תוכנה; גידול בהיקפי הפעילות, בעיקר בשל מיזוג וואן מערכות החל מ-Q3 2006, בשנת 2007 נרשמה יציבות בהכנסות מגזר התוכנה בהשוואה להכנסות התחום בשנת 2006; תזרים המזומנים המאוחד מפעילות, FFO, יציב לאורך השנים, בעיקר בתחום התוכנה; יחסי כסוי חוב תואמים את קבוצת הדירוג; במידרוג סבורים כי האיתנות הפיננסית, לאחר גיוס החוב הבאה לידי ביטוי ביחס חוב ל-CAP פרפורמא של כ-69% ויחס הון עצמי למאזן של כ-18.6% סבירה לרמת הדירוג; ענף ה-IT מאופיין ברמת סיכון עסקי בינונית, הינו רגיש למחזוריים כלכליים ומאופיין בתחרותיות גבוהה אולם נאמנות גבוהה של לקוחות קיימים; הענף בישראל מאופיין במספר שחקנים גדולים, לחברות תלות בלקוחות, בספקים ובזכויות שיווק מספקי תוכנה; חשיפה מסוימת לשינויי שעי"ח ש-דולר וחשיפה למדד; ימי לקוחות גבוהים יחסית אם כי צרכי הון החוזר אינם בולטים לרעה.

חוזקות

תהליך קונסולידציה הקנה לחברה יתרון לגודל, פיזור של פעילויות עסקיות מגוונות ובסיס לקוחות רחב וותיק המפוזר על פני מגזרים וענפים

הקבוצה פיתחה במהלך השנים מספר תחומי פעילות מגוונים, חלקם על ידי רכישת חברות קיימות ואיחודן המלא של חברות שהיו בקבוצה. מרבית ההכנסות והרווחיות נובעת מפעילות התוכנה. בתחום התוכנה ישנם כשלושה מגזרים שונים, בעלי מאפייני פעילות ורווחיות השונים זה מזה. 43% מהכנסות החברה מקורן בפעילות החומרה של וואן מערכות שנרכשה במהלך הרבעון השלישי של שנת 2006. עם זאת, יש לציין כי תחום זה מאופיין בשיעורי רווחיות נמוך מזה של תחום התוכנה, אולם יציבותו גדולה יותר.

להלן תרומות המגזרים השונים להכנסות ושיעורי הרווחיות התפעולית שלהם :



בתחום התוכנה מתמקדת החברה בפרויקטים בינוניים יחסית ונמנעת מלהתמודד במגה פרויקטים וזאת בהתחשבות ביכולת הספיגה של החברה במקרים של סטיות מהותיות מהתקציב בפרויקטים גדולים. הסינרגיה תרמה לחסכון בעלויות תפעול ואדמיניסטרציה. נוסף על כך, איחוד תחומי הפעילות מאפשר לקבוצה להציע ללקוח פתרון כולל בתחום ה-IT, המשלב בין תוכנה לחומרה, תוך סינרגיה בידע והניסיון הנצבר של שני התחומים.

בסיס הלקוחות של הקבוצה גדול, וותיק ומגוון

הקבוצה פעילה מזה עשרות שנים, במהלכם צברה מעל ל- 1,000 לקוחות, חלקם קשורים עם החברה בקשרים רב-שנתיים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון תחומי פעילויות, בהם תקשורת, אלקטרוניקה, תעשייה ואנרגיה. כ- 96% מהעבודות מבוצעות עבור לקוחות קיימים והשאר עבור לקוחות חדשים. סך הוצאה לחומ"ס בקבוצה הינו נמוך יחסית ועמד ב 31.12.2007 על כעשירית האחוז. הזדמנויות לצירוף לקוחות חדשים והרחבת פוטנציאל המכירות נוצרות כאשר יצרן תוכנה שהחברה משווקת מוצריו רוכש חברה אחרת. יש לציין כי מובחנת נוכחות נמוכה של סקטור הפיננסים בתמהיל הלקוחות למרות שסקטור זה מאופיין בצורך גובר לשירותי תוכנה.

מוניטין גבוה והתמחויות שנצברו במהלך עשרות שנות פעילות

החברה נמנית על חמשת החברות הגדולות בישראל בתחום ה-IT. בין המתחרות הגדולות : נס, מלם-תים, מטריקס, וטלדור. נציין כי וואן הינה הקטנה מבין החמש מבחינת מחזור הפעילות. תחום טכנולוגיות המידע מאופיין בנאמנות גבוהה של הלקוחות למוצר ולחברה המשווקת אשר מספקת שירותי תחזוקה ותמיכה. לחברה מוניטין ומאגר פרויקטים שצלחו, עובדה המסייעת לה הן ברכישת לקוחות חדשים והן בשימור לקוחות קיימים. החברה פועלת לביסוס מוניטין דומה גם בפעילות בחו"ל.

שדרת ניהול וותיקה ויציבה המאופיינת בשמרנות ובמעורבות פעילה של בעל השליטה

קיים ותק בדרגי הניהול הבכירים של חברות/חטיבות הפעילויות המרכזיות. מנהלים אלו נושאים עימם ידע וניסיון רב בתכנון ובהובלת תחומי הפעילות. התנהלותה השמרנית של הקבוצה באה לידי ביטוי בהתפתחות מבוקרת של תחומי פעילות חדשים. בנוסף, בחלק מהמגזרים קיימת התנהלות על פי מתודולוגיה שפותחה וייחודית לכל מגזר. בעל השליטה בקבוצה, שהינו בעל ותק וניסיון בתחום, מתמקד בעיקר בפיתוח העסקי לרבות ביסוס הסינרגיה בין המגזרים השונים בחברה.

גידול מתמשך בהיקפי הפעילות במגזר התוכנה

החברה מציגה שיפור בהיקפי הפעילות ובתזרימי המזומנים. הגידול נובע הן מצמיחה אורגנית בתוך הקבוצה והן מפעילות מיזוגים ורכישות. במגזר התוכנה דיווחה החברה על גידול בקצב שנתי של כ- 18% וכ- 28% בשנים 2004 ו- 2005 בהתאמה. בשנת 2007 נרשמה התייצבות בהכנסות מגזר התוכנה, העלייה במגזרי ה- ERP ופתרונות התוכנה קוזזו ע"י ירידה במגזרי ייצוג יצרני תוכנה ומגזר "אחרות". נציין כי בשנת 2006 להערכת החברה נרשמו הכנסות בסך של כ- 15 מיליון ₪ מעסקאות חד פעמיות שכללו בעיקר מכירת רישיונות תוכנה בעסקאות רב שנתיות והכרה במלוא ההכנסות. בנטרול הכנסות אלו נרשם בשנת 2007 גידול של כ- 7% בהכנסות. במגזר החומרה אשר נרכש כאמור ברבעון שלישי 2006, נרשם גידול בקצב שנתי ממוצע של 13% בשנים 2004-2006, וגידול של כ- 10% בשנת 2007, לעומת שנת 2006.

להלן מצגת התוצאות הכספיות לשנים 2004-2006 בהנחה שרכישת וואן מערכות התבצעה ב- 1.1.2004, ובנוסף מוצגות תוצאות בפועל של שנת 2007:

	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	ד"ח פרופורמה וואן תוכנה+מערכות
הכנסות ממכירות, מביצוע עבודות וממתן שירותים	324,422	400,367	509,591	516,272	
שיעור שינוי בהכנסות		23%	27%	1.3%	
עלות המכירות והעבודות	257,383	329,701	427,552	432,561	
רווח גולמי	67,039	70,666	82,039	83,711	
הוצ' מחקר ופיתוח נטו	2,280	1,130	802	0	
הוצאות מכירה ושיווק	19,528	19,952	20,425	25,104	
הוצאות הנהלה וכלליות	24,130	25,016	29,058	28,006	
רווח מפעילות רגילות	21,101	24,568	31,754	30,601	
הוצאות (הכנסות) מימון, נטו	3,562	5,000	4,663	4,378	
הוצאות אחרות	1,124	1,877	1,172	2,750	
רווח לפני ניכוי מסים על ההכנסה	16,415	17,691	25,919	23,473	
מיסים על ההכנסה	5,307	3,288	4,026	2,559	
רווח לאחר מס	11,108	14,403	21,893	20,914	
חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות	1,340	643	245	647	
חלק המיעוט ברווחי חב' מאוחדות	-2,774	-2,064	-3,625	-3,283	
רווח מפעילות נמשכת	9,674	12,982	18,513	18,278	
מימוש נכסים והפרשות להפסד ממימוש נכסי הפעילות שהופסקה, נטו	139	0	0	0	
רווח נקי	9,813	12,982	18,513	18,278	

* בהנחה כי המיזוג החל ביום 1.1.2004

שיעור הרווח הגולמי רושם מגמת ירידה לאורך השנים, גם בבחינת נתוני הפרופורמה של איחוד וואן מערכות משנת 2004. הקיטון בשיעור הרווח הגולמי מהמכירות בדוחות החברה המאוחדים, שחל בשנת 2007, לעומת שנת 2006, הוא פועל יוצא של רווחיות נמוכה יותר המאפיינת את פעילות החומרה, הן בתעשייה בכלל והן בחברה, לעומת הרווחיות בתחום התוכנה. עם זאת, מאופיין תחום החומרה ביציבות גבוהה יותר, יחסית לזו של מגזרי התוכנה שהינם בחלקם מוטי פרויקטים. נציין כי רווחיות פעילות החומרה שופרה לאחר הפסדים שנרשמו בשנים 2002-2004.

תזרים המזומנים הפרמננטי מונע בעיקר מהפעילות בתחום התוכנה

החל משנת 2006 מדווחת החברה על עליה ב-FFO (תזרים פרמננטי מפעילות). בבחינת התפלגות ה- FFO לפי שני מגזרי הפעילות העיקריים קרי תוכנה וחומרה מובחנת יציבות ב- FFO של מגזר התוכנה, אשר מסתכמת בתרומה שנתי של כ- 20 מיליון ₪ וגידול ב- FFO הנובע ממגזר החומרה שמוזג לחברה ברבעון 3 2006.

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

רגישות גבוהה יחסית של ענף ה-IT למחזוריים כלכליים

בתקופות שפל כלכלי, נוטים לקוחות לצמצם את הוצאותיהם בתחומי טכנולוגיית המידע, והפוך בתקופת גאות. על פי מחקר של חברת IDC שפורסם בדצמבר 2007 עולה ההערכה כי קצב צמיחת ההכנסות בענף ה-IT העולמי יהיה נמוך יותר בשנת 2008 ויסתכם בכ- 5.5%-6% לעומת גידול של 6.9% בשנת 2007. הסיבה להאטה בקצב הגידול, בהוצאה העולמית על ה-IT, נובעת מאי-הוודאות בנוגע לכלכלת ארה"ב והתגברות הסיכון לגלישה למיתון. תחזית זו מתבססת על ניסיון העבר, המורה כי תחום החומרה הוא הראשון שבו מתרחשת ההאטה, וכי בעקבותיו חלה האטה גם בענף התוכנה והשירותים. בישראל, הממשלה וגופיה המתוקצבים מהווים נתח שוק משמעותי מתקציב ה-IT הכולל בענף, מכאן, שינויים בתקציב המדינה בתחום ה-IT עשויים להשפיע על הענף. נציין כי מרבית פעילות החברה הינה בישראל ועל כן תוצאותיה מושפעות מהביקוש לשירותי תוכנה ולחומרה בארץ.

חשיפה לאובדן נציגויות בשל מיזוגים ורכישות של יצרניות תוכנה

לחברות בקבוצה תלות בספקים רבות יצרני תוכנה מחו"ל, אשר את מוצריה היא משווקת בישראל וכן בהצלחת מאמצי השיווק והמוניטין של המוצרים, אותם היא משווקת. פגיעה במעמד היחסי של אותם יצרני תוכנה מחו"ל, ביחס למתחריהם, עלולה לפגוע בפעילות חברות הקבוצה. הפסקת קשרים בלעדיים עם חלק מהספקים עלולה לפגוע בתוצאות חברות הקבוצה וזאת לכל הפחות עד למציאת ספק חלופי והחדרת המוצרים החדשים לישראל. בנוסף, פעילות רכישה ומיזוג כרוכות בסיכונים אינהרנטיים כגון: מיזוג והטמעת הגוף הנרכש בחברה על נהליה והתרבות הארגונית שלה, גילוי מאוחר של בעיות בחברה הנרכשת וכו'.

מגמת גידול בביקושים לכוח אדם מתמחה-הי-טק גורמת לעלייה בהוצאות השכר

תחום ה-IT הינו עתיר כוח אדם מקצועי ומיומן. התחרות בין החברות על מקורות כוח האדם הינה גבוהה ומביאה לעלייה בעלויות העסקה. מגמה זו מאפיינת את השנתיים האחרונות. לעיתים נוצר פער בין קצב עליית שכר העבודה לבין היכולת לעדכן את התעריפים אצל הלקוחות. על מנת לצמצם סיכון זה החברה נוהגת לגייס חלק מכוח-האדם מתוך קורסים אשר היא מקיימת, בעיקר בתחום ה-ERP ומערכות אורקל.

תחרות גבוהה בתחומי הפעילות

מספר השחקנים בענף רב, והתחרות קשה וערה. להערכת החברה נתח השוק של כל אחד מתחומי פעילותה אינו עולה על 10% מן השוק. בנוסף, בשנים האחרונות יש נוכחות הולכת וגוברת של מתחרות מחו"ל בשוק הישראלי. דרכי ההתמודדות עם התחרות כוללות: מחירים אטרקטיביים, ניסיון, מקצועיות בהליכי המכירה, שיווק וליוי לקוחות לאחר המכירה, קשרים עסקיים ואישיים. בשל התחרות העזה השוררת בענף מאופיין הענף ברווחיות נמוכה יחסית. עם זאת, יש לסייג ולציין כי בשירותים ומוצרים מסוימים, המתאפיינים באיכות ומורכבות גבוהה, תימחור החברה עשוי להיות גבוה מזה של מתחרותיה.

מבנה התחרות:

- חברות תוכנה ותשתית בינ"ל הפועלות בישראל כגון: IBM, HP, Lenovo ו-E.D.S.
- חברות תוכנה גדולות מאד הפעילות בישראל וגם בחו"ל כגון נס.
- חברות תוכנה ישראליות גדולות הפועלות בעיקר בישראל, כגון: מטריקס, טלדור, מלם מערכות, יעל תוכנה ועוד.
- בתי תוכנה קטנים רבים, המתמקדים ברובם בתחום אחד/מספר קטן של תחומים ספציפיים

- חברות ישראליות המשווקות מערכות מחשבים, כגון: אמניטק, הראל, משובית, טריפל סי, ליגד ותיים מחשבים.

השוואה לחברות בענף

מטריקס				טלדור				וואן תוכנה				נתונים במיליוני ₪
2006	2007	2007	Q1 2008	2006	2007	2007	Q1 2008	2006	2007	2007	Q1 2008	
		IFRS	IFRS			IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	
1,177	1,290	1,290	326	612	644	644	183	391	516	516	132	רווחיות
259	281	284	73	118	128	129	34	70	84	83	25	הכנסות רווח גולמי
11%	10%		7%	10%	5%		22%	90%	32%		2%	שינוי בהכנסות ב %
22%	22%		23%	19%	20%	20%	19%	18%	16%	16%	19%	% רווח גולמי
85	100	103	27	30	29	27	9	29	31	27	9	רווח תפעולי
7.3%	7.8%	8.0%	8.3%	4.9%	4.5%	4.2%	5.1%	7.4%	5.9%	5.2%	6.5%	% רווח תפעולי
103	115	118	31	37	38	34	11	33	36	33	10	EBITDA
9%	9.0%	9.1%	9.5%	6%	5.9%	5.2%	6.1%	8.3%	7.0%	6.3%	7.7%	EBITDA %
75	79	84	22	10	8	11	5	18	18	21	6	רווח נקי
6%	6.2%	6.5%	6.9%	2%	1.3%	1.7%	2.8%	5%	3.5%	4.0%	4.5%	% רווח נקי

הכנסות מגזר התוכנה מושפעות מחידוש הסכמים

המשכיות ויציבות ההכנסות במגזר התוכנה מותנה בחידוש הסכמי ייצוג של יצרני תוכנה. בשנת 2006 נרשמו הכנסות בסך של כ- 15 מיליון ₪ מעסקאות חד פעמיות שכללו בעיקר מכירת רישיונות תוכנה בעסקאות רב שנתיות והכרה במלוא ההכנסות. בנטרול הכנסות אלו נרשם בשנת 2007 גידול של כ- 7% בהכנסות בהשוואה לשנת 2006. במקביל, חתמה החברה בשלהי שנת 2007 על הסכם הפצה חדש עם חברת IBM, והיא צופה כי הסכם זה יתרום להכנסות בשנת 2008 ואילך.

מגזרי הפעילות השונים מתבססים על מספר לקוחות

שווקי היעד העיקריים של החברה הם חברות הפועלות בתחום התקשורת (כולל ספקי תוכנה לחברות תקשורת), אשר היוו כ- 15% ממכירות החברה בשנת 2007, וכן חברות הפועלות בתחומי המיחשוב. אשר היוו כ- 24% בתקופה האמורה. בהתאם, הכנסות החברה תלויות בתוכניות ההשקעה ובאיתנותו הכלכלית של לקוחות מגזר זה. לחברה אין לקוחות התורמים הכנסות של מעל 10%.

בתחום החומרה, ישנה לוואן מערכות תלות ביצרני מערכות מחו"ל. הסכמיה מול IBM, HP ו-Lenovo אינם מעניקים לה בלעדיות כמקובל בתחום החומרה. לחברה הבת וואן מוצרים תלות בזכויות שיווק משלושה ספקי תוכנה: אורקל, IBM, ו-BEA. הסכמי שיווק אינם בלעדיים.

חשיפה אינהרנטית לשינויי שע"ח-דולר וחשיפה למדד

חלקם של ההסכמים מול הלקוחות הם צמודי דולר, אשר התקבולים לפיהם מועברים לקבוצה על פני תקופת זמן ארוכה, ומנגד התשלומים הינם צמודי דולר ומועברים תוך פרק זמן קצר. לפיכך ירידה מהותית בשער הדולר, שוחקת את התוצאות הכספיות. בנוסף, לחברה חשיפה הנובעת ממלאי וואן מערכות הנרכש בערך דולרי. לחברה חשיפה למדד בשל ההתחייבויות הצמודות, שהסתכמו בכ- 62 מיליון ₪ ליום 31.3.2008, מרביתם בגין האג"ח שהונפק. עד לשנת 2008 לא ביצעה החברה הגנה מפני חשיפה זאת. עם זאת, בפברואר 2008 רכשה החברה מבנק ישראלי במסגרת עסקת IRS הגנה על התחייבויות צמודות מדד של החברה בסך של כ- 30 מיליון ₪. החברה שוקלת לבצע הגנה דומה על הסדרה המתוכננת.

יחסי הכיסוי של החברה טובים יחסית, אם כי הם נחלשו מעט לאורך השנים

תזרים המזומנים המאוחד מפעילות שוטפת - CFO – הינו תנודתי ומושפע העיקר משינויים בצרכי ההון החוזר. הירידה שנרשמה בשנים 2005 ו-2006, נובעת בעיקר מאיחוד חברות לראשונה והכללת פעילויות חדשות. ה-CFO הגבוה שנרשם בשנת 2007, נובע בעיקר מגביית כספים הנובעים מעסקאות משנה קודמת, מקיטון יתרות המלאי של חברה מאוחדת וכן מעליה באשראי הספקים. תזרים המזומנים המאוחד מפעילות שוטפת-CFO בתחום החומרה נמצא במגמת שחיקה החל משנת 2003 ועד היום, בעיקר בשל גידול מתמיד בצרכי ההון החוזר של וואן מערכות, במקביל לגידול בהכנסות תחום זה החל משנת 2005.

	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2007 IFRS	31.3.2007 IFRS	31.3.2008 IFRS	תזרים מזומנים (במיליון ₪)
רווח נקי	12	13	18	18	21	5	6	
הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים	8.4	6.4	7.1	8.6	6.0	-0.6	1.4	
שינויים בהון חוזר	-3	-18	-20	11	11	23	-6	
מזומנים שנבעו (שימשו) לפעילות שוטפת CFO	18	1	5	37	37	27	2	
EBITDA	28	24	32	36	35	8	11	
הוצאות מימון	0.4	1.9	2.8	4.4	4.4	0.6	1.5	
FFO	21	19	25	27	27	4	7	
CAPEX	1.7	0.9	1.8	4.5	4.5	0.2	0.6	
DIV	9.6	8.9	6.0	5.0	5.0	0.0	0.0	
DIV למיעוט בחברות שאוחדו	1.7	1.6	2.8	0.5	0.5	0.0	1.1	
CFO-CAPEX-DIV = FCF	4.9	-10.7	-5.8	27.3	27.3	27.1	-0.2	
FFO-CAPEX	19.1	18.1	23.1	22.3	22.3	4.1	6.7	

לעומת התנודתיות ב-CFO רושם ה-FFO (תזרים המזומנים הפרמננטי בניכוי שינויים בהון חוזר) יציבות יחסית. יחסי הכיסוי של החברה טובים יחסית, אם כי הם נחלשו מעט לאורך השנים, בשל צמיחת החוב המאוחד. לחברה יתרת נזילות גבוהה יחסית, על כן יחס הכיסוי FFO לחוב נטו הינו חזק. נכון ל-31.3.2008 לחברה מסגרת אשראי מבנקים כולל הלוואות וערבויות בסך של כ-81 מיליון ₪, ממנה נוצלו כ-45 מיליון ₪ (כ-55%) כך שסך היתרה הלא מנוצלת מסתכמת ב-36 מיליון ₪. כמו כן לחברה יתרות מזומנים חיוביות בסך של כ-25 מיליון ₪.

ימי לקוחות גבוהים יחסית וסיכון אשראי

בדרך כלל נרכשים המוצרים מהספק – הן במגזר התוכנה והן במגזר החומרה- לפני שמתבצע התשלום בגינם בפועל על ידי הלקוח. ימי הלקוחות של החברה לאורך זמן עומדים על כ-115 ימים (בניכוי מע"מ) ואילו ימי הספקים על כ-90 ימים. בבחינת ימי הלקוחות של מתחרות אחרות בענף, נעים ימי הלקוחות בטווח של 95-114 ימים. המלאי אותו מחזיקה החברה אינו משמעותי. החברה אינה דורשת, בד"כ, בטוחות להבטחת חוב הלקוח ואינה מבוטחת בביטוח סיכוני אשראי על כן החברה חשופה לסיכון אשראי. בפועל בשנים האחרונות רשמה החברה שיעור הפרשה נמוך יחסית לחובות מסופקים.

חשיפה לירידת ערך המלאי כתוצאה משינויים טכנולוגיים

מדובר בעיקר במלאי המשתייך לוואן מערכות, בשל שינויים טכנולוגיים תכופים בתחום המחשבים וייצור מוצרים מדגמים שונים.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות שילווח בגידול בשיעורי הרווחיות
- השקעות בתחומים חדשים המאופיינים בסיכון עסקי נמוך, אשר יובילו לגיוון ענפי משמעותי של הפעילות
- הרחבת הפעילות הבין-לאומית, תוך צמצום התלות במשק הישראלי

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:

- עליה ביחס כיסוי של חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מעל ל-3, החל משנה ממועד הגיוס. חוב פיננסי נטו: חוב פיננסי בדוחות הכספיים המאוחדים בניכוי יתרות נזילות. EBITDA: סך ה- EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים
- ביצוע השקעות חדשות באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית.
- ביטול הסכמים או בלעדיות עם ספקים מהותיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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 השקעה 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 : CTW05070875M

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") 2008.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 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 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.