



וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ

מעקב | אוגוסט 2015

1

מחבר:

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט
yonatano@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ

דירוג סדרות	A1	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג אגרות החוב (סדרה ב' וסדרה ג') שהנפיקה וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ ("וואן" או "החברה") ללא שינוי - דירוג A1 באופק יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.2015 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	1610153	01/2010	4.20%	מדד	30.4	2016-2015
ג'	1610187	09/2014	3.20%	שקלי	82.3	2022-2017

שיקולים עיקריים לדירוג

וואן פועלת בענף טכנולוגיות המידע (IT) ובעלת מיצוב עסקי גבוה, בדגש על תחום התוכנה ומערכות ERP בפרט. לחברה נתח שוק מהותי בענף והיא מציעה מגוון רחב של מוצרים ושירותים, המייצרים סינרגיה וערך מוסף ותורמים למיצובה העסקי הגבוה. הפיזור הגבוה של לקוחות החברה, על פני סקטורים שונים, מספרם הרב של הפרויקטים בהם מעורבת החברה וכן מערכות היחסים ארוכות הטווח שלה עם לקוחותיה, תורמים לצמצום החשיפה והסיכון העסקי ומהווים גורם חיובי בדירוג.

ענף טכנולוגיות המידע (IT) מאופיין בסיכון בינוני ופועל עם מתאם גבוה לשיעור צמיחת התמ"ג, אם כי הענף נוטה לפגיעה חדה יותר בתקופות מיתון ומשבר נוכח דחיית השקעות. הענף מאופיין בתחרות גבוהה יחסית, חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה וחסמי כניסה נמוכים בתחום התשתיות, צמיחה פנימית מתונה והישענות על מיזוגים, רכישות וקונסולידציה בין החברות. מבנה ההכנסות מבוסס על פרויקטים, לרוב לטווח קצר, לצד הכנסות "חוזרות" מתחזוקה הממתנות את הסיכון הטמון במבנה ההכנסות. רמת הרווחיות בענף בינונית יחסית לענפי משק אחרים, כאשר תחום התוכנה מציג שיעורי רווחיות גבוהים יותר לעומת תחום התשתיות. לקוחות הענף מפוזרים על פני כל ענפי המשק, דבר התורם לצמצום הסיכון העסקי.

החברה מציגה בשנים האחרונות צמיחה חיובית בעיקר הודות למיזוגים ורכישות, בעיקר במגזר התוכנה. רכישת החברה לאוטומציה במנהל השלטון המקומי בע"מ ("החברה לאוטומציה"), שהושלמה במהלך 2014, תרמה לגידול בהכנסות במגזר פתרונות התוכנה תוך התייעלות במבנה ההוצאות של החברה הנרכשת, ומהווה גורם חיובי לדירוג. הצמיחה האורגנית בתחום התוכנה הייתה נמוכה בשנים האחרונות. מגזר התשתיות המשיך את מגמת הצמיחה היציבה אך המתונה המאפיינת אותו בשנים האחרונות.

רווחיותה התפעולית של החברה יציבה ובולטת לחיוב ביחס לענף. מגזר פתרונות התוכנה, מציג רווחיות תפעולית גבוהה יחסית ואחראי לחלק העיקרי ברווחי החברה, בין היתר, הודות לפעילות מערכות ERP שהינה בעלת ערך מוסף גבוה. מגזר התשתיות בחברה, המאופיין ברווחיות נמוכה יותר ביחס למגזר פתרונות התוכנה, ובעל רמת תחרות גבוהה יותר, מציג אף הוא רווחיות תפעולית גבוהה ביחס לענף.

במהלך שנת 2014, גייסה החברה חוב באמצעות הנפקת אגרות חוב סדרה ג', וכפועל יוצא גדלה רמת המינוף יחסי הכיסוי של החברה האטו. עם זאת, יודגש כי יתרת החוב האמורה עומדת בחלקה כנגד יתרות נזילות אשר טרם שימשו את החברה לפעילות מיזוגים ורכישות ולהרחבת פעילותה. להערכת מידרוג, החברה צפויה לשפר את יחסי כיסוי החוב בטווח

הזמן הבינוני עם השלמת רכישה וכן הודות לתזרים מזומנים חופשי יציב התומך בצמצום מצבת החוב והקטנת רמת המינוף. יציבות התזרימים של החברה נובעת מיציבותה של רווחיות החברה ושינויים בהיקף לא-מהותי בהון החוזר. בבד, רמת התזרים החופשי תושפע מהגדלת מדיניות הדיבידנד שבוצעה לאחרונה. גמישותה הפיננסית של החברה גבוהה ונשענת על יתרות נזילות בהיקף גבוה לאורך זמן ומסגרות אשראי לא-מנוצלות בהיקף משמעותי.

וואן תוכנה (מאוחד)¹ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	Q1 2014	Q1 2015	
1,049	1,072	1,077	1,177	249	301	הכנסות
70	75	75	82	16	21	רווח תפעולי
6.7%	7.0%	6.9%	7.0%	6.5%	7.0%	% רווח תפעולי
46	52	54	60	11	17	רווח נקי
81	87	84	98	18	25	EBITDA
87	104	110	161	98	156	יתרות נזילות
142	134	98	200	93	198	חוב פיננסי ברוטו*
27%	27%	30%	26%	34%	29%	סך הון/סך מאזן
48%	44%	34%	47%	33%	46%	חוב לקאפ
53	60	63	67	12	21	FFO
14	28	7	18	2	7	CAPEX
21	27	27	28	1	1	דיבידנד
2.3	2.2	1.9	2.7	2.1	2.6	חוב ל-EBITDAR (LTM)
3.6	3.2	2.6	4.1	2.8	3.4	חוב ל-FFOR (LTM)

* החוב הפיננסי כולל התחייבויות בגין צירוף עסקים.

תוצאות מגזרי פעילות, במיליוני ₪:

2011	2012	2013	2014	Q1 2014	Q1 2015	הכנסות
362	425	421	497	95	137	פתרונות ושירותי תוכנה
563	531	549	568	128	131	פתרונות תשתית ומיחשוב
95	86	94	95	24	28	שירותים מנוהלים
28	30	14	16	2	5	אחר
1,049	1,072	1,077	1,177	249	301	סה"כ

2011	2012	2013	2014	Q1 2014	Q1 2015	רווח תפעולי
41	46	46	52	10	14	פתרונות ושירותי תוכנה
20	22	23	22	5	5	פתרונות תשתית ומיחשוב
4	7	6	6	1	1	שירותים מנוהלים
5	0.4	2	2	0.3	1	אחר
70	75	77	82	17	21	סה"כ

¹ פעילות החברה לאוטומציה מאוחדת החל מהרבעון השני של שנת 2014. פעילות הראל טכנולוגיות מידע בע"מ וכלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ מאוחדות החל מהרבעון הראשון של 2011 והרבעון השלישי של 2010, בהתאמה. החל משנת 2012 הדוחות הכספיים הוצגו מחדש בהתאם להוראות IFRS 11.

ש"ע	2011	2012	2013	2014	Q1 2014	Q1 2015	שיעור הרווח התפעולי
פתרונות ושירותי תוכנה	11.3%	10.9%	11.0%	10.4%	10.2%	10.4%	
פתרונות ומיחשוב	3.5%	4.2%	4.2%	3.9%	4.0%	3.7%	תשתית
שירותים מנוהלים	4.5%	7.6%	5.8%	6.5%	5.9%	5.0%	
אחר	19.0%	1.2%	11.1%	13.1%	16.2%	10.2%	
סה"כ	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	6.6%	7.0%	

* בשקלול הוצאות בלתי-מיוחסות.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיצוב עסקי גבוה המבוסס על פתרונות בעלי ערך מוסף בתחום התוכנה, נתחי שוק משמעותיים ופיזור גבוה של

הכנסות

ענף טכנולוגיות המידע בישראל מאופיין ברמת סיכון בינונית, נוכח תחרות גבוהה הנובעת, בין היתר, בשל ריבוי שחקנים ולאור היעדר בלעדיות מול חברות התוכנה הבינלאומיות, גורמים המפחיתים את חסמי הכניסה. הענף מאופיין בצמיחה מתונה יחסית ומחזוריות גבוהה. הענף רגיש למשברים כלכליים ותקופות מיתון שמובילות לצמצום השקעות במערכות מידע. בשנים האחרונות, שיעורי הצמיחה והתנדדות בענף התמתנו. מנועי הצמיחה של החברות בענף מתבססים על מיזוגים ורכישות וקונסולידציה בין החברות. מבנה ההכנסות בענף מבוסס על פרויקטים, בעיקר לטווח קצר ולצידם רכיב משמעותי של הכנסות "חוזרות" הממתן את הסיכון הטמון במבנה הכנסות האמור. רמת הרווחיות בענף הינה בינונית יחסית לענפי משק אחרים ומושפעת לשלילה מלחצי מחיר והתקשרויות מבוססות מכרז במגזר הציבורי, כאשר תחום התוכנה מציג שיעורי רווחיות גבוהים יותר לעומת תחום התשתיות. מנגד, הענף מאופיין בפיזור עסקי רחב, בין כל ענפי המשק, גיוון רחב של מוצרים ושירותים וחדשנות טכנולוגית המהווה מנוע צמיחה לאורך זמן.

וואן נמנית בין חברות טכנולוגיות המידע המובילות בישראל, בעלת מיצוב עסקי גבוה ופועלת בכל שלושת המגזרים של ענף טכנולוגיות המידע: תוכנה, תשתיות ושירותי ערך מוסף, תוך שהיא נהנית מיתרונות סינרגיה ביניהם. תחום פתרונות התוכנה והערך המוסף מהווה כ- 45% מהכנסות החברה (בתקופה של שנים עשר חודשים שנסתיימו ביום 31.03.2015) ומאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יותר תוך שהוא תורם כ- 65% מהרווח התפעולי. תחום פתרונות התשתיות והמיחשוב הינו תחום בעל רמת סיכון גבוהה יותר ומאופיין בחסמי כניסה נמוכים, עלויות מעבר נמוכות, תחרות גבוהה ושיעורי רווחיות נמוכים יחסית.

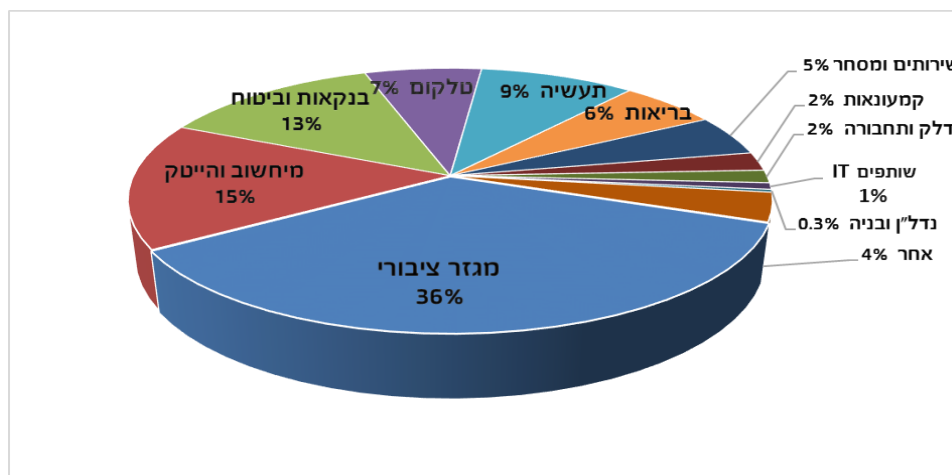
החברה בעלת נתחי שוק משמעותיים בתחום הטמעת מערכות ERP (פעילות הכלולה במגזר פתרונות התוכנה) המאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים. לחברה שותפות עסקית כמטמיעה (לא בלעדית) של Oracle ו-SAP, יצרניות ה-ERP המובילות בעולם, בהסכמים מתחדשים מדי שנה, עם סיכון נמוך לאי-חידוש, לצד מערכת ERP פרי פיתוח עצמי. בנוסף, מפעילה החברה מרכזי תמיכה טכנולוגיים ומספקת מוצרי מיקרוסופט בתחום ניהול הלקוחות (CRM) באמצעות חברת הבת כלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ ("כלנית"), חברה ציבורית שוואן מחזיקה בכ- 86.03% ממניותיה. פיזור הפעילות הרחב של החברה מצמצם את הסיכון העסקי של החברה, ומעניק לה יתרונות סינרגטיים המאפשרים לה להציע ללקוחותיה, שרובם לקוחות גדולים, מוצרים משלימים.

במהלך שנת 2014 רכשה החברה את החברה לאוטומציה² המספקת פתרונות מחשוב לרשויות מקומיות, רכישה אשר תרמה לגידול ההכנסות במגזר שירותי התוכנה, והיוותה, את עיקר הצמיחה של וואן במהלך שנת 2014. וואן השקיעה תשומות ניהוליות רבות ביישום תכנית התייעלות ורה-ארגון של החברה לאוטומציה, תכנית שיישומה צפוי להימשך גם בשנים הבאות ואשר הובילה את החברה לאוטומציה לפסי רווחיות הדומים לאלו של וואן. להערכת מידרוג, רכישת החברה לאוטומציה והגדלת הכנסות החברה במגזר פתרונות התוכנה מהווה גורם בעל השפעה חיובית לדירוג, שכן, כאמור, תחום פתרונות התוכנה מאופיין בשיעורי רווחיות גבוהים יותר וסיכון נמוך יותר ביחס למגזר התשתיות.

לקוחות החברה כוללים גופים מהגדולים במשק, הפועלים במגוון ענפים. לחברה פיזור לקוחות גבוה ולאורך השנים ניכרת נאמנות גבוהה של לקוחות קיימים, נוכח הניסיון והמוניטין של החברה ובשל פתרונות בליבת העסקים של הלקוח אשר אינם מוחלפים באופן תדיר. שיעור ניכר מההכנסות בתחום פתרונות התוכנה מגיע מלקוחות ותיקים, איתם יש לחברה מערכת יחסים ארוכת טווח, הנובעת משירותים שניתנו לאורך פרקי זמן ארוכים, גורם התורם ליציבות ההכנסות. מרבית החוזים של החברה מבוססים Time & Material, גורם המפחית את הסיכון להפסדים בלתי צפויים ומקטין את תנודתיות הרווח לאורך זמן. מגזר התשתיות (מוצרי חומרה בעיקר) מאופיין בחוזים קצרים יותר, מה שמוסיף לסיכון המגזר.

החברה הגדילה את חשיפתה למגזר הציבורי, אשר בעקבות רכישת החברה לאוטומציה אחראי כיום לכ-36% מההכנסותיה. החברה לאוטומציה פועלת מול מספר רב של רשויות מקומיות בהתקשרויות ארוכות טווח, גורם מפחית סיכון.

התפלגות ההכנסות של החברה לפי ענפי המשק בשנת 2014



מנוע הצמיחה העיקרי הינו מיזוגים ורכישות

תהליכי קונסולידציה הקנו לחברה יתרון לגודל, כאשר במהלך השנים האחרונות החברה הציגה צמיחה משמעותית באמצעות מיזוגים ורכישות, לצד צמיחה אורגנית מתונה. שנת 2014 המשיכה את המגמה האמורה, ובמהלכה צמחה החברה בצורה משמעותית הודות לרכישת החברה לאוטומציה.

² נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה ב- 68.7% ממניות החברה לאוטומציה, יתר המניות מוחזקות על-ידי מרכז השלטון המקומי בישראל.



להערכתנו, ענף טכנולוגיות המידע יציג בשנת 2015 צמיחה חיובית מתונה, וזאת בין היתר, על רקע תחזיות מאקרו-כלכליות של בנק ישראל הצופות גידול בשיעור צמיחת התמ"ג בשנת 2015 לעומת שנת 2014, גידול אשר ישפיע לחיוב על הוצאות ארגונים בתחום טכנולוגיות המידע, אשר פועל, כאמור, עם מתאם גבוה לקצב צמיחת התוצר.³

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תציג צמיחה חיובית בין היתר, הודות לגילום מלא של רכישת החברה לאוטומציה. מגזר פתרונות ושירותי תוכנה, כך לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, ימשיך את המגמה של שנת 2014, כאשר עיקר הצמיחה של החברה בתחום פעילות זה תגיע מרכישות נוספות שהחברה עשויה לבצע, בהתאם לאסטרטגיית החברה (המאפיינת חברות נוספות בענף) של צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות. מגזר פתרונות תשתית ומחשוב יציג להערכתנו צמיחה בשיעור מתון, באופן דומה לצמיחה המתונה, אך היציבה, המאפיינת את המגזר לאורך השנים האחרונות.

רווחיות יציבה וגבוהה יחסית למתחרים בישראל

רווחיותה התפעולית של החברה יציבה ובלטת לחיוב ביחס לענף. תחום פתרונות התוכנה מציג שיעורי רווחיות תפעולית גבוהים (ממוצע שלוש שנתי של כ-10.7%), בין היתר, הודות לפעילות הטמעת מערכות ERP של החברה. מגזר התשתיות תורם כ-45% מהכנסות החברה ומציג שיעורי רווחיות תפעולית יציבים ובלטים לטובה ביחס לענף, של מעט מעל ל-4%. להערכת מידרוג, רווחיותה התפעולית של החברה אינה צפויה להשתנות בטווח הזמן הקצר-בינוני. שיעור התשואה על הנכסים (ROA) הממוצע במהלך שלוש השנים האחרונות עומד על כ-8.5%, בולט לחיוב ביחס לענף וביחס לדירוג, ונתמך ברווחיותה התפעולית הגבוהה של החברה.

יחסי כיסוי מהירים ובלטים לחיוב לרמת הדירוג

היקף החוב הפיננסי של החברה גדל במהלך שנת 2014, בין היתר, בשל גיוס אג"ח סדרה ג' בהיקף של 85 מיליון ש"ח אשר שימש, בין השאר, למימון רכישת החברה לאוטומציה. חלק ניכר מהחוב שגויס עומד, נכון ל-31.3.2015, מול יתרות נזילות, לרבות תיק ניירות ערך, המיועדות לצורך מימון פעילות מיזוגים ורכישות. תזרימי החברה יציבים ונראותם הגבוהה תורמת לאיכות האשראי.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי הרווח תפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) של החברה צפוי להיות כ-100 מיליון ש"ח בשנה הקרובה. בהיעדר מיזוגים ורכישות מהותיים, היקף ה-EBITDA צפוי להישאר ברמות אלו גם בטווח הזמן הבינוני, וזאת בהתאם לתחזית הצמיחה המתוארת לעיל.

יחסי הכיסוי של החברה האטו במהלך שנת 2014 בעקבות הגידול בחוב הפיננסי ברוטו, לצד הגדלת היתרות הנזילות, כנזכר לעיל. נכון ליום 31.3.2015, יחס החוב ל-EBITDA הינו 2.6 ויחס החוב ל-FFOR הינו 3.4, יחסי כיסוי אשר טובים יחסית לרמת הדירוג של החברה. יחס כיסוי המימון של החברה (רווח תפעולי להוצאות המימון), נכון ליום 31.3.2015, הינו 8.7, בולט לטובה ביחס לדירוג ומעיד על יכולת שירות חוב טובה לאורך זמן.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הזמן הבינוני החברה תשפר את יחסי הכיסוי האמורים, וזאת, בין היתר, הודות לתזרים מזומנים חופשי (FCF) יציב ובהיקף התומך ביכולת החברה להקטין את מצבת החוב. להערכת מידרוג, החברה תמשיך במדיניות מיזוגים ורכישות בהיקפים מתונים אשר לא ידרשו תוספת חוב משמעותית (כאמור, לחברה יתרות נזילות בהיקפים משמעותיים אשר נועדו לצורך מימון מיזוגים ורכישות), אשר תתמוך בצמיחת התזרים מפעילות. מנגד, החברה אימצה מדיניות חלוקת דיבידנדים חדשה לפיה תחלק דיבידנד בהיקף של 66% מהרווח הנקי מדי רבעון. להערכת

³ בנק ישראל צופה צמיחה בשיעור של 3.2% ו-3.5% בשנים 2015 ו-2016, בהתאמה.

מידרוג, הגידול בהיקף הדיבידנד צפוי להשפיע על התזרים החופשי של החברה ולהאט את הקצב שבו עשויה הייתה החברה להקטין את רמת המינוף ולשפר את יחסי הכיסוי. יחס ההון העצמי למאזן (כ- 29% ליום 31.3.2015) אינו בולט לחיוב ביחס לדירוג וזאת, בין היתר, בשל הגדלת רמת המינוף במהלך שנת 2014, אולם כנזכר לעיל, כנגד מצבת החוב של החברה עומדות יתרות נזילות בהיקף משמעותי אשר צפויות לשמש להשקעות חדשות.

גמישות פיננסית טובה ונזילות גבוהה

החברה מחזיקה ביתרות נזילות בהיקף גבוה המסתכמות, נכון ליום 31.3.2015, בכ- 156 מיליון ₪ ומהוות כ- 21% מסך המאזן וכ- 79% מהחוב הפיננסי. יתרות הנזילות צפויות לשמש בחלקן כמקור למימון מיזוגים ורכישות וכן לפעילות השוטפת.

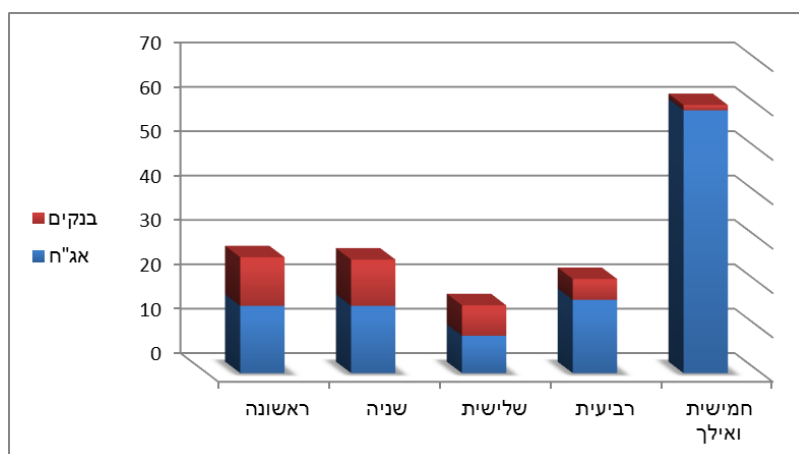
החברה מציגה תזרים מזומנים חופשי חיובי בהיקף משמעותי לאורך השנים, חרף השקעה במיזוגים ורכישות בהיקף משמעותי, נתון התומך בנזילות. יחס FCF לחוב ברוטו תנודתי ונע בין 11%-35% בשלוש השנים האחרונות והולם את רמת הדירוג.

צורכי פירעון קרן החוב לז"א (ללא אשראי ז"ק) מסתכמים בסך של כ- 27 מיליון ₪ במהלך השנה הקרובה וסך של כ- 26 מיליון ₪ בשנה שלאחריה. אנו מעריכים כי תזרים המזומנים החופשי צפוי לתמוך במידה סבירה בלוח הסילוקין בהתאם להנחה כי רכישות משמעותיות ימומנו בעיקר מהיתרות הנזילות.

ימי הלקוחות של החברה התארכו במעט במהלך שנת 2014 ועומדים על 125 ימים, ימי הספקים התארכו גם-כן ועומדים, במהלך השנתיים האחרונות, על כ-92 ימי ספקים. החברה אינה מחזיקה מלאי בהיקף משמעותי.

לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף מספק, בעלת נגישות טובה לגורמים הממנים ולוח סילוקין "חלק" באופן יחסי. החברה שומרת על מרווח משמעותי מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו עם הגורמים הממנים.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי ליום 31.03.2015:



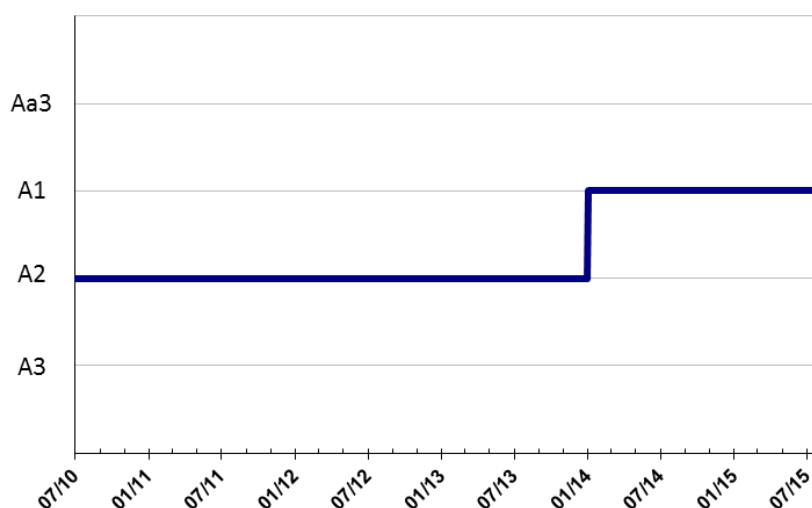
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- גידול בהיקף הפעילות תוך שמירה על רמת הרווחיות ורמת המינוף הנוכחית
- שיפור ביחסי הכיסוי של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג

- אבדן מהותי של נתחי שוק או פגיעה במיצוב העסקי
- עלייה נוספת ברמת המינוף והאטה ביחסי הכיסוי
- ביצוע השקעות מהותיות חדשות, באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי והפיננסי של החברה

היסטוריית הדירוג



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 מוצרי חומרה ומערכות מחשבים וכן אספקת מכלול שירותים מנוהלים בתחום המחשוב לארגונים (באמצעות חברת כלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ). החברה פעילה החל משנת 1973 ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א החל משנת 1983. לחברה מעל ל-1,500 לקוחות, חלקם קשורים עם החברה בקשרים רב שנתיים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון המגזרים בהם ממשלה, פיננסים, תקשורת, ותעשייה. החברה נשלטת ע"י קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ (57%), חברה ציבורית, הנשלטת ע"י מר עדי אייל (77%), המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון. בתפקיד מנכ"ל החברה מכהן מר שי אוזון.

דוחות קשורים

- [וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ - פעולת דירוג, אוגוסט 2014](#)
- [וואן טכנולוגיות תוכנה \(או.אס.טי\) בע"מ - מעקב שנתי, ינואר 2013](#)
- [ענף טכנולוגיות המידע \(IT\), יוני 2012](#)

תאריך הדו"ח: 10.08.2015

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 מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציד, 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

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

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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.