

# רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

דוח מעקב | אפריל 2012

1

## מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa3	דירוג סדרה
------------------	------	------------

בחודש דצמבר 2011 הכניסה מידרוג את דירוג אג"ח (סדרה 3) שהנפיקה רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("רפק" או "החברה") לרשימת מעקב עם השלכות שליליות, בעקבות היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה ורמת נזילות נמוכה. מידרוג מודיעה כעת על הוצאת הדירוג מרשימת מעקב, הורדת הדירוג מ-Baa1 ל-Baa3 והצבת אופק דירוג יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
3	7690084	נוב-07	5.20%	מדד	64.2	2013-2014

הורדת הדירוג נובעת מהמשך ההיחלשות בגמישות הפיננסית של החברה ומרמת נזילות נמוכה. הפגיעה בגמישות הפיננסית הינה על רקע הרעה בפעילויות שונות בחלק מהחברות הבנות והירידה החדה בשווי שוק של RR SAT Global Communication Network Ltd. ("RR"), אחזקת ליבה עיקרית של החברה. בשנת 2011 נמשכה השחיקה ברווחיות RR, תהליך אשר משקף הרעה ביכולתה לחלק דיבידנדים בסכומים מהותיים לרפק. חרף השחיקה ברווחיות RR, הדירוג משקף את היותה של RR חברה רווחית, בעלת יכולת ייצור מזומנים טובה יחסית ובלתי ממונפת. יחס המינוף של רפק עלה בשנה האחרונה, נוכח השחיקה במניית RR ומחיקות ערך שנרשמו בחברות בנות פרטיות שונות. מרבית האחזקות של רפק אינן רווחיות ואינן מייצרות לה תזרימי מזומנים משמעותיים. זאת ועוד, רפק ערבה למרבית החוב של חברות אלו. ברפק רמת הנזילות נמוכה ויכולת שירות החוב שלה נסמכת במידה גבוהה על הדיבידנדים מ-RR. אופק הדירוג היציב נתמך בגמישותה הפיננסית של רפק, הנשענת על מניות RR שאינן משועבדות וכן על רמת הנזילות הטובה ב-RR. אנו לוקחים בחשבון כי לרפק שליטה משותפת ב-RR ושליטה זו אינה מבוצרת.

רפק - נתונים כספיים עיקריים (סולו), במיליוני ש"ח:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	
7	7	9	7	6	הכנסות
1	(1)	0	-	1	רווח (הפסד) תפעולי
20	20	3	(3)	(11)	רווח (הפסד) מחברות מוחזקות
20	12	(0)	(9)	(16)	רווח (הפסד) נקי
5	18	12	11	20	דיבידנדים שהתקבלו ממוחזקות *
3	6	6	6	5	ריבית ששולמה
-	8	7	20	-	דיבידנד שחולק לבעלי המניות
20	31	(6)	16	(6)	CFO
24	42	37	29	2	נכסים נזילים
97	97	107	102	83	חוב פיננסי ברוטו
121	180	182	192	175	חוב פיננסי ברוטו מאוחד
147	132	141	109	98	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
255	244	266	252	209	סך נכסים במאזן
39.9%	42.3%	43.2%	48.5%	46.1%	חוב פיננסי ל-Cap

\* בשנת 2011 כולל סך של כ-12 מיליון ש"ח ממכירת נכס נדל"ן בחברה בת בבעלות מלאה.

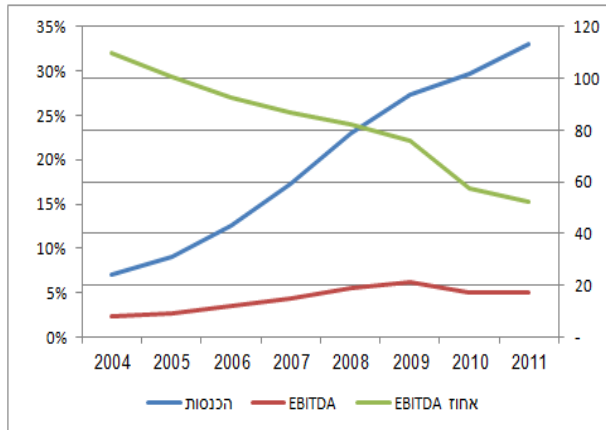
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### תיק האחזקות בעל ריכוזיות גבוהה

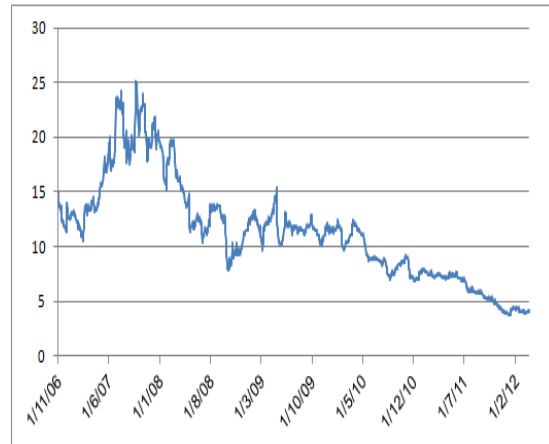
האחזקה בכ-39.3% מהון המניות של RR מוסיפה להוות את הנכס המרכזי בתיק האחזקות, כ-70% מסך חשבון ההשקעה ליום 31.12.2011. שווי ההשקעה ב-RR בספרי רפק לאותו מועד הסתכם בכ-143 מיליון ₪. שווי השוק של האחזקה ב-RR בסמוך למועד דוח זה עמד על כ-121 מיליון ₪.

אחזקות נוספות כוללות את ג'נרל מהנדסים, שבגינה רשמה רפק הפחתת מוניטין של כ-3.9 מיליון ש"ח בשנת 2011, את מיניפריים, שרשמה בשנת 2011 הפחתת ידע של כ-6.6 מיליון ש"ח (חלקה של רפק 57%) ואת חברת סולגוד, שבגינה רשמה רפק הפחתת מוניטין של כ-1.3 מיליון ש"ח בשנת 2011 וכ-9.5 מיליון ש"ח בשנת 2010. כמו כן, בשנת 2010 מימשה רפק את רוב נכסיה בחברת "דרפק נדלן" בסכום של כ-12.3 מיליון ש"ח.

RR - הכנסות ו-EBITDA, במיליוני דולר:



מחיר מניית RR 2006-2012, דולר למניה



### שחיקה בתוצאות העסקיות של RR, מקור תזרימי עיקרי של החברה

בשנים האחרונות האחזקה העיקרית של RR הרחיבה את היקפי הפעילות והתאפיינה בשיעורי צמיחה גבוהים, אך במקביל חלה שחיקה ברווחיותה. הכנסות RR עלו בשנת 2011 בשיעור של כ-11%, בהמשך לשיעור צמיחה ממוצע של כ-20% ב-5 השנים האחרונות. הפגיעה בשיעורי הרווחיות של RR נבעה מהתחזקות תנאי התחרות בתחום שירותי הלוויין והרעה בתנאי המסחר מול הספקים המובילים של תשתיות הלוויין. כמו כן, ביטול התקשרויות עם לקוחות, ללא ביטול מקביל של הוצאות בגין שימוש בלוויין. חלק גדול מהקטון ברווח התפעולי של RR נבע מהגדלת הוצאות הפחת עקב השלמת השקעות מהותיות שבוצעו בשנתיים האחרונות עם הרחבת תשתיות התקשורת של RR ומעבר הפעילות מראם לעמק האלה. בשנת 2011 רשמה RR רווח תפעולי תזרימי של כ-17 מיליון דולר. הרווח הנקי של RR בשנת 2011 הושפע לשלילה משערך מכשירים נגזרים על רקע העלייה בשער הדולר, זאת כאשר עיקר הכנסותיה של RR נקובות בדולר והוצאותיה בש"ח.

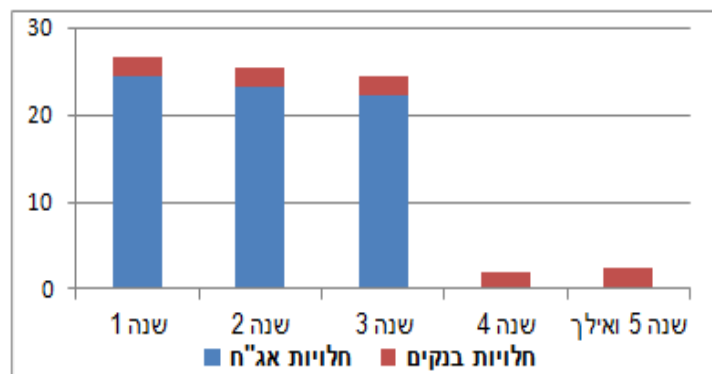
### נזילות חלשה לצד גמישות פיננסית

לחברה אין יתרות נזילות בהיקף מהותי ושירות התחייבויותיה נסמך בעיקר על האחזקה ב-RR ובמידה מסוימת, על מימוש נכסים. הדיבידנדים השוטפים מ-RR ודמי הניהול מהמוחזקות מכסים את הוצאות המטה והמימון של החברה. החברה פעלה בחודשים האחרונים לקבלת מסגרות אשראי בנקאיות לצורך תשלום קרן האג"ח שבוצע בחודש ינואר 2012. במסגרת זו התחייבה לשעבד חלק ממניות RR לטובת התאגיד הבנקאי. תשלום הקרן הבא הינו בחודש ינואר 2013.

סך החוב הפיננסי המאוחד של רפק ליום 31.12.11 הסתכם בכ-175 מיליון ₪, מכך כ-83 מיליון ₪ חוב סולו של רפק, לרבות יתרת אגרות החוב והיתר חוב של חברות בנות בבעלות מלאה, אשר החברה ערבה למרביתו. היחס שבין החוב הפיננסי סולו לבין השווי המותאם<sup>1</sup> של החברות המוחזקות עומד על כ-45%, לעומת יחס של כ-25%, נכון ליום 31.12.10. העלייה ברמת המינוף בשנה החולפת נבעה בעיקר מהירידה בשווי השוק של RR ובשווי הספרים של מוחזקות אחרות, נוכח הפחתות שבוצעו כמפורט לעיל. רמת המינוף, בהתחשב גם בערבויות לחוב של החברות הבנות, נאמדת בכ-58%.

הגמישות הפיננסית של רפק נשענת על יחס מינוף סביר יחסית, על מניות RR שאינן משועבדות ועל נזילותה הטובה של RR. לצד זאת, יש לציין, כי התלות הגבוהה ב-RR בשירות החוב מהווה סיכון אשראי משמעותי, בפרט נוכח ההרעה בתוצאותיה של האחרונה. כמו כן, על רקע החולשה בתוצאות התפעוליות של מוחזקות אחרות, תיתכן עלייה בנטל המחויבות של החברה עבור גורמים מממנים.

### רפק מאוחד: לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 31.12.11, במיליוני ש"ח\*:



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ-99 מיליון ש"ח ליום 31.12.11

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי ברמת הנזילות, לרבות באמצעות מסגרות אשראי חתומות

#### גורמים אשר עלולים להוביל לפגיעה בדירוג:

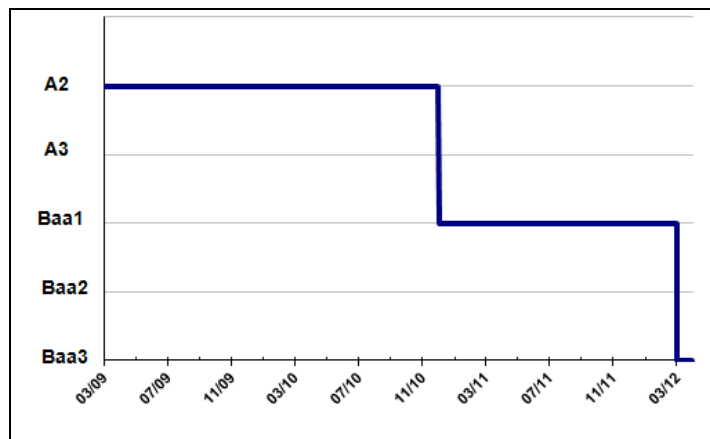
- המשך הרעה בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של RR, שתביא לירידה בהיקף הדיבידנד ושחיקה בשווי המנייה
- ירידה בשיעורי האחזקה ב-RR באופן שיביא לאיבוד ההשפעה המהותית

<sup>1</sup> שווי מותאם - שווי שוק של RR בסמוך למועד דוח זה ושווי הספרים של יתר המוחזקות הפרטיות ליום 31.12.2011.

## אודות החברה

רפק תקשורת ותשתיות בע"מ היא חברה ציבורית, המחזיקה ישירות ובאמצעות חברות בנות בבעלותה, בחברות הפועלות בארבעה מגזרים: תקשורת, תשתיות, מחשבים וייצוג וייעוץ. החברה שולטת באחזקותיה, רובן פרטיות, פרט לאחזקה העיקרית RR SAT Global Communication Network Ltd. (39.3% מהון המניות), המספקת שירותי הפצת שידורים וניהול תכני שידור לרשתות טלוויזיה ורדיו. אחזקות גדולות נוספות הן ג'נרל מהנדסים בע"מ (100%), העוסקת בעיקר בייצוג בישראל של ג'נרל אלקטריק ובסחר בחלפים מתוצרתה ובציוד אלקטרוני אחר; טק דטה ישראל בע"מ (100%), העוסקת בהפצה ואספקה של מוצרים בכל תחומי המחשוב, לרבות רכיבים, אביזרים היקפיים ותכנה, על ידי התקשרות בהסכמי הפצה עם יצרני המוצרים; סולגוד תקשורת בע"מ (100%), המפיצה בישראל מוצרי טלפוניה ומרכזיות מתוצרת AVAYA. בעלת השליטה ברפק, המחזיקה בכ-56.4% ממניותיה, היא אינטרגאמא חברה להשקעות בע"מ, שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. בעל השליטה באינטרגאמא הוא מר תנחום אורן.

## היסטוריית דירוג



5

## דוחות קשורים

דוח מעקב קודם " [דוח מעקב, פברואר 2011](#) "

מתודולוגיה " [מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים](#) ", נובמבר 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מועד הדוח: 05.04.2012

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם 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: CFR050412000M

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") 2012.

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](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. 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 מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.