

אפקון החזקות בע"מ

מעקב | ינואר 2018

אנשי קשר:

עידו בר־אב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
ido.barav@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
liatk@midroog.co.il

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

אפקון החזקות בע"מ

דירוג סדרה	A3.il	אופק דירוג: יציב
------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה אפקון החזקות בע"מ (להלן: "אפקון" או "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	5780093	A3.il	יציב	30.06.2020

שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה מיצוב עסקי חזק ומבוסס בשוק המקומי בתחום המערכות האלקטרו-מכאניות למבנים ותשתיות ובתחום מערכות הבקרה והיא נמנית בין הקבלנים הגדולים, בעלי מוניטין גבוה בישראל במגזרי הליבה של פעילותה. החברה פעלה בעבר בעיקר כקבלן משנה, אולם בשנים האחרונות פועלת גם קבלן ראשי (EPC), יזם וספק שירותים ואחזקה, מהלך התורם לפוטנציאל הצמיחה ולגיוון מקורות ההכנסה ומגוון השירותים. לחברה בסיס לקוחות רחב אשר נפרס על ענפי משק שונים, ופיזור רחב יחסית של פרויקטים.

ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית בעיקר בשל אופיו הפרויקטאלי וחשיפתו למחזוריות הכלכלית הפוגמים ביכולת השבת ההכנסות, ומאופיין גם בשיעורי רווחיות נמוכים נוכח רמת תחרות גבוהה ומאפייני ההתקשרות. תחום המערכות האלקטרו-מכאניות מאופיין ברווחיות טובה יותר ביחס לענף ההקמה והביצוע, בין היתר, נוכח ערך מוסף וחסימי כניסה גבוהים יותר. סיכון תחום הקבלנות ממותן במידה מסוימת להערכתנו במגזרי הפעילות הנוספים של החברה, הכוללים בעיקר את תחום הבקרה ואוטומציה ותחום הסחר, המוערכים על ידי מידרוג בסיכון נמוך יותר.

צבר הזמנות של החברה (כ- 1.7 מיליארד ₪ ליום 30.9.2017, ללא חברות כלולות) מצוי במגמת צמיחה רב-שנתית, כאשר יחס הצבר להכנסות (בניכוי מגזר הסחר) נע בטווח 1.0-1.3, יחס יציב המצביע על נראות הכנסות גבוהה גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. הרווחיות התפעולית של החברה מפגינה יציבות בשנים האחרונות, עם שיעור של כ- 5.5% בממוצע תלת-שנתי, אשר מושפע מרווחיות גבוהה במגזרי הבקרה והאוטומציה והסחר, מיציבות במגזר הפרויקטים, המקוזזים מהפסדים במגזר התקשורת. נציין כי בשנה האחרונה החברה צמצמה את הפסדי מגזר התקשורת נוכח מספר פעולות התייעלות.

מידרוג מבחינה בשיפור במיצוב הפיננסי של החברה לאורך השנים האחרונות במקביל לירידה בהיקף חוב פיננסי ליבה (בנטרול חוב בגין חוות הרוח). תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח בטווח הזמן הקצר-בינוני צמיחה אורגנית מתונה בצבר ההזמנות של החברה, בין היתר נוכח רוח גבית מתחזית בנק ישראל לעלייה בהשקעות ההוניות בנכסים קבועים ועלייה בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות. בהתאם לתרחיש זה, מידרוג מעריכה כי הכנסות החברה בשנת 2017 יציגו צמיחה של 7%-9% ואילו בשנת 2018 תתמתן הצמיחה בהכנסות לטווח של 1%-3%, וזאת על בסיס הגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת וסביבה מאקרו-כלכלית תומכת כאמור לעיל.

הרווחיות התפעולית של החברה צפויה להערכת מידרוג להיות דומה לשנה החולפת, ולנוע בטווח של 5%-6%, תוך הנחה כי תכנית הרה ארגון שביצעה החברה במגזר התקשורת תביא את פעילות המגזר לאיזון תפעולי. כל אלו מובילים לתרחיש הבסיס לשנים 2017-2018 המניח EBITDA ו- FFO בטווח של 95-115 מיליון ₪ ובטווח של 65-75 מיליון ₪, בהתאמה.

רמת המינוף של החברה בינונית ותואמת את הדירוג, כפי משתקף ביחס חוב פיננסי ל- CAP שעמד על 54% ליום 30.9.2017 (כ- 43% בנטרול חוב חוות הרוח), כאשר מחד החברה הקטינה את חובה הפיננסי בתחומי הליבה ומאידך איחדה את חוב פרויקט חוות הרוח סירין וגלבוע (עם רכישת חלק השותף) שהינו Non-Recourse. מידרוג אינה מניחה ירידה משמעותית בחוב הפיננסי של החברה, חרף תזרימי המזומנים שהיא מייצרת מפעילות, נוכח הערכתנו להמשך השקעות במיזוגים ורכישות ו/או השקעות בייזום פרויקטים, וכן חלוקת דיבידנד בקצב דומה לעבר. מידרוג צופה כי יחסי כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ול- FFO יעמדו בטווח 3.5-5.0 ובטווח של 4.5-6.5, בהתאמה.

נזילות החברה סבירה ונשענת על יתרות נזילות חופשיות בהיקף משמעותי (כ- 153 מיליון ₪ ליום 30.9.2017) ומסגרות אשראי לז"ק פנויות וחתימות בהיקף של כ- 50 מיליון ₪, אולם התזרים החופשי של החברה (FCF) צפוי להיות נמוך יחסית. מנגד, לחברה עומס פירעונות שנתי של 75-90 מיליון ₪ בשנים הקרובות. גמישותה הפיננסית של החברה נתמכת להערכת מידרוג בנגישות גבוהה למקורות מימון, אך מוגבלת מכיוון שמרבית נכסיה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות, במרווח מספק.

אסטרטגיית החברה הינה לבסס את מעמדה בפרויקטים בתחום הבניה והתשתיות תוך התבססות כקבלן ראשי ומתן מענה לכל המקטעים בשרשרת הערך. מידרוג מניחה כי אסטרטגיה זאת, יכול ותלווה בעלייה בהיקף הייצום. מידרוג תבחן את אסטרטגיית החברה לאורך זמן, גם ברקע כניסתו של מנכ"ל חדש הצפויה בזמן הקרוב. מידרוג תשקול פעולת דירוג חיובית באם יחול שיפור נוסף בפרמטרים הפיננסים של החברה וזאת בהתייחס גם לתוכנית האסטרטגית ארוכת הטווח של החברה.

אפקון החזקות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני ₪):

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	9M 2016	9M 2017	
1,057	1,189	1,333	1,435	1,026	1,116	הכנסות
44	70	73	77	57	56	רווח תפעולי (ללא הכנסות/הוצאות אחרות)
4.2%	5.9%	5.4%	5.4%	5.5%	5.0%	רווחיות תפעולית (%)
311	283	309	464	315	426	חוב פיננסי מותאם *
106	59	128	288	241	153	יתרות נזילות
57%	52%	49%	47%	45%	54%	חוב פיננסי מותאם ל- CAP
6.5	3.8	3.7	5.1	3.5	4.9	חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA **
12.3	7.6	4.8	7.5	6.8	7.0	חוב פיננסי מותאם ל- FFO **
2.1	3.8	3.6	3.7	4.4	4.1	EBIT להוצאות מימון

* חוב פיננסי מותאם - כולל "התחייבויות אחרות לז"א" שיתרתן ליום 30.9.2017 הינה כ- 3.5 מיליון ₪. העלייה בחוב הפיננסי החל מיום 31.12.2016 נובעת מאיחוד מלא על ידי החברה, החל מדצמבר 2016, של פרויקט חוות הרוח סירין וגלבע נוכח עלייה לשיעור אחזקה של 100%.

** יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA ול- FFO כוללים התאמות בגין היוון עלויות פיתוח לפעילות השוטפת, לצד ניטרול תשלומי מיסים חריגים והכנסות/הוצאות ח"פ. בתוך כך, יחסי הכיסוי לתקופה 1-9/2017 מוצגים בניטרול הוצאה תזרימית בגין רה ארגון במגזר התקשורת.

אפקון החזקות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים על מגזרי הפעילות (במיליוני ₪):

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	9M 2016	9M 2017	הכנסות המגזר *
597	745	895	961	669	793	פרויקטים למבנים ותשתיות
234	213	216	239	177	168	בקרה ואוטומציה
138	137	132	138	104	76	תקשורת
88	95	90	98	75	74	סחר
0	0	0	0	4	5	אחר - אנרגיה ירוקה
רווח תפעולי מגזרי						
28	37	52	54	38	37	פרויקטים למבנים ותשתיות
22	28	31	34	24	28	בקרה ואוטומציה
(10)	(8)	(13)	(15)	(10)	(6)	תקשורת
13	13	13	14	10	9	סחר
1	(1)	1	(1)	4	1	אחר - אנרגיה ירוקה

* מכירות לחיצוניים וללא חברות כלולות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי גבוה יחסית בתחומי הקבלנות נוכח מאפיינים פרויקטאליים ותחרות גבוה

ענף הקבלנות למבנים ותשתיות מאופיין להערכת מידרוג בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי והישענות על כניסת הזמנות מפרויקטים חדשים, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. פעילות החברה חשופה לסביבה העסקית והמאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות ההוניות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בשנים האחרונות הענף זכה להשקעות גבוהות במבנים ועבודות בנייה אחרות (בנייה מסחרית, בנייה למגורים ובנייה ציבורית) ובתשתיות לאומיות, בין היתר בשל גידול בהשקעות בתשתיות תחבורה ופיתוח מואץ של משק האנרגיה, כך שהיקף ההשקעות בבינוי הציג לצמיחה שנתית ממוצעת של כ- 5% בשנים 2012-2016 (ע"פ נתוני הלמ"ס).

הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה ובשל מאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על הרווח הקבלני. המרווחים הנמוכים, בשילוב קושי אינהרנטי להעריך במדויק את עלות העבודה הנמשכת על פני מספר שנים, בדגש על פרויקטים מורכבים, מגבירים את הסיכון העסקי ודורשים יכולות ניהול ובקרה גבוהות. כמו כן, הענף מאופיין בחשיפה גבוהה יחסית לסיכון אשראי של לקוחות, בין היתר לאור מוסר תשלומים נמוך יחסית של הלקוחות. הענף מאופיין בתנודתיות בתזרימי המזומנים הנובעת מכך שהרווחים והתשלום מתקבל על פי אבני דרך לאורך הפרויקט.

פעילות החברה בתחומי מערכות הבקרה והאוטומציה ובתחום הסחר, המאופיינים ביציבות, רווחיות ויכולת השבת הכנסות גבוהים יותר, מוערכת על ידי מידרוג בסיכון בינוני וממתנת באופן חלקי את הסיכון והתנודתיות הנובעים מהפעילות הפרויקטאלית, אם כי פעילות זו סינרגטית במידת מה לפעילותה במגזר הפרויקטים ודין מצומצמת יחסית בהיקפה. כמו כן, מכיוון שהחברה פועלת בעיקר בשלב הגמר בבנייה, יש בידיה גמישות להיערך למחזוריות שלילית בענף במידה מסוימת.

מעמד עסקי מבוסס בתחומי האלקטרו-מכאניקה ומערכות הבקרה לצד פיזור עסקי

אפקון הינה חברה מובילה וותיקה בישראל ופועלת הן כקבלן ראשי והן כקבלן משנה ומציעה מגוון רחב של פתרונות, שירותים ומוצרים על פני ארבעה מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות (כ- 71% מההכנסות לתקופה ינואר-ספטמבר 2017 - "מגזר הפרויקטים"), בקרה ואוטומציה (כ- 15% - "מגזר הבקרה"), תקשורת (כ- 7%) וסחר (כ- 7%).

מעמדה העסקי של החברה נשען על היקף הכנסות בינוני של כ- 1.5 מיליארד ₪ (לארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.9.2017), מוניתן גבוה וניסון רב שנים בתחומי האלקטרו-מכניקה ומערכות חשמל, בדגש על פרויקטים מורכבים ועתירי מערכות לענפי התעשייה והאנרגיה. פעילות החברה במגזרי הפרויקטים והבקרה כוללת תכנון והקמה של מערכות חשמל במתח גבוה ובמתח עליון, מערכות אלקטרו-מכאניות ובקרה וכן פרויקטים משולבים עם מערכות חשמל, אינסטלציה ומיזוג אוויר.

לחברה בסיס לקוחות רחב על פני מגזרי הפעילות, הכולל חברות גדולות ומבוססות וכן גופים ציבוריים, לקוחות המאופיינים בקשרים ארוכי טווח אשר מייצרים עבורה עבודות המושך לאורך זמן וממתנים במידת מה את חשיפה למחזוריות כלכלית. כמו כן, החברה מוכרת כקבלן מוכר ומאושר לביצוע עבודות עבור מערכת הביטחון ומשרדי ממשלה, מעמד המאפשר לה גישה למכרזים הדורשים סיווג ביטחוני.

לחברה פרויקט מהותי יחיד, קמפוס לחברת היי טק בינלאומית בקריית אריה, המהווה כ- 20% מסך צבר ההזמנות ליום 30.9.2017 (ללא חברות כלולות), אשר מעיב קלות על פיזור הפרויקטים והלקוחות הרחב שמאפיין את החברה בדרך כלל, אולם סיכון זה מתקזז להערכתנו לאור קשרי עבודה ארוכים עם לקוח זה ומעמדו העסקי והפיננסי החזק.

החברה עודנה בעיקר קבלן משני עבור קבלני מפתח, עם זאת, לאורך השנים האחרונות החברה מגדילה את פעילותה כקבלן ראשי (EPC) בפרויקטים משולבים וזאת בין היתר לתמוך בתחומי המערכות האלקטרו-מכאניות ומערכות הבקרה ולהרחיב את כמות הפרויקטים עתירי מערכות, בהם לחברה יתרון יחסי.

מידרוג מעריכה כי החברה, בכדי להתמודד עם התחרות הרבה בענף, תוסיף לבצע השקעות הוניות במטרה לפתח מקורות פעילות נוספים בתחומי הליבה ולהרחיב את השירותים והפתרונות לאורך שרשרת הערך (One Stop Shop). לאורך זמן אסטרטגיית החברה הנה להגדיל את היקפי הפעילות בחו"ל ופיתוח הבסיס הטכנולוגי הקיים ברשותה בתחום מערכות הבקרה החכמות בטריטוריות נוספות. מידרוג מעריכה תהליכים אלו יקבלו ביטוי בטווח הבינוני-הארוך.

מגזר התקשורת ייצר הפסדים והכביד בשנים האחרונות על הרווחיות ועל תזרימי המזומנים של החברה. במהלך שנת 2017 יישמה החברה תכנית הבראה והתייעלות במגזר זה, אשר כללה שינויים ניהוליים וצמצום כוח אדם במטרה להתאים את אופי פעילות המגזר לתחרות החריפה בשוק דינמי זה. אסטרטגיית החברה במגזר פעילות זה הנה צמצום הפעילות במקטע זה אשר מייצרת הפסדים.

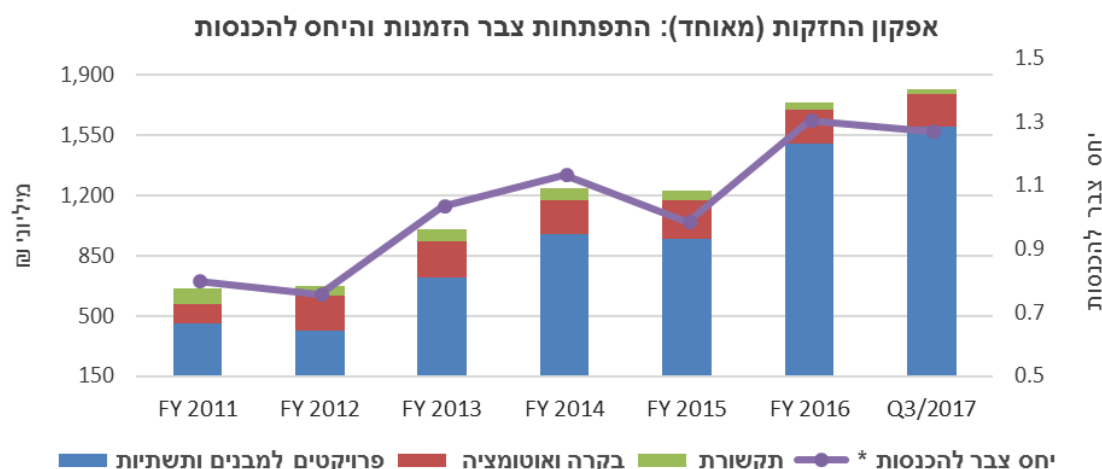
החברה מחזיקה בפרויקט חוות הרוח סירין וגלבו, אשר החל בפעילות מלאה באפריל 2016, אך בשנה האחרונה הציג ביצועים נמוכים מתחזיות התפוקה, הנובעים בעיקר עקב תנודתיות גבוהה של עוצמת הרוח, אשר הובילו אף לשחיקה ביחסים הפיננסיים של הפרויקט, הממומן בחוב פרויקטלי מסוג נון-ריקורס. מידרוג מעריכה כי האחזקה לאורך זמן בחוות הרוח אינה בליבת הפעילות של החברה והיא עשויה בעתיד לפעול למימושה באופן חלקי או מלא.

צבר הזמנות משמעותי התורם לנראות ההכנסות בטווח הבינוני, אולם בטווח הארוך חשוף להשקעות בבינוי

צבר ההזמנות של החברה (ללא חברות כלולות) ליום 30.9.2017 הסתכם בכ- 1.69 מיליארד ₪, כאשר חלקו הארי במגזרי הפרויקטים (82%) והבקרה והאוטומציה (10%), ירידה קלה לעומת כ- 1.73 מיליארד ₪ ליום 31.12.2016, וזאת לאחר צמיחה משמעותית בשנים קודמות (גידול תלת-שנתי בשיעור ממוצע של כ- 10% עד ליום 30.9.2017). הגידול המתמשך בצבר ההזמנות הינו אורגני ברובו ונהנה להערכת מידרוג ממגמת הגידול בהשקעות בנכסים קבועים במשק, ובנוסף נובע מאסטרטגיית החברה להרחבת הפעילות כקבלן ביצוע וכקבלן הקמה (המאופיינים בפרויקטים מורכבים הנפרסים על פני מספר שנים), באופן המרחיב את תמהיל הפרויקטים לתחומי הבנייה האזרחית ועבודות גמר. יחס הצבר להכנסות בארבעת הרבעונים שעד ליום 30.9.2017 (בניכוי מגזר הסחר) עמד על כ- 1.3, גבוה מעט מהממוצע הרב-שנתי, וכאמור נובע בעיקר מהתארכות הצבר, באופן התומך בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני ומהווה גורם ממתן כנגד המחזוריות הכלכלית.

החברה הציגה גידול של כ- 9% בהכנסות לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2017, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ובהמשך למגמת הצמיחה הרב-שנתית, עם שיעור צמיחה שנתי ממוצע (CAGR) של כ- 11% בשנים 2013-2016. עיקר צמיחה זו הינה אורגנית כאמור, ונבעה ממגזר הפרויקטים (עלייה של 18.5% במכירות תשעת החודשים הראשונים ל- 2017, ו- 17% בממוצע שנתי בתקופה 2013-2016).

תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי בטווח הקצר-בינוני החברה תשמור על יחס צבר הזמנות להכנסות בטווח של 1.0-1.3. להערכתנו, גורמים אשר משפיעים לחיוב על התפתחות הצבר כוללים בין היתר, מיצובה העסקי הגבוה של החברה וקשריה ארוכי הטווח ופעילותה המתמשכת מול חברות מובילות במשק, בשילוב תחזית בנק ישראל להשקעות בנכסים קבועים (כ- 9% בשנת 2018 - ללא אניות ומטוסים) וכן גידול בתקציב המדינה המיועד להשקעה בתשתיות (בעיקר תקציב משרדי התחבורה והאנרגיה). בתרחיש זה אנחנו מעריכים כי ההכנסות יציגו צמיחה אורגנית מתונה, כאשר עיקרה תנבע ממגזר הפרויקטים, ויעמדו על מחזור שנתי בטווח של 1.55-1.58 בשנים 2017-2018.



* יחס צבר להכנסות (LTM) בניכוי מגזר הסחר

שיעורי רווחיות תפעולית יציבים; בלימת ההפסדים במגזר התקשורת הינה בעלת השפעה חיובית ופרמננטית

רמת הרווחיות של אפקון יציבה לאורך זמן וטובה יחסית לענף הקבלנות בכלל, עם שיעור רווחיות תפעולית של כ- 5.5% בממוצע תלת-שנתי, אם כי השיעור מצוי בשחיקה קלה בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2017 (5.0%).

מגזר הפרויקטים, אשר אחראי על עיקר הרווח התפעולי (55%-65% מסך הרווח בשנים האחרונות) הציג בשנתיים האחרונות רווחיות תפעולית ממוצעת של 5.2% (כ- 4.6% בתשעת החודשים הראשונים של 2017), אשר בולטת לטובה ביחס לענף הקבלנות ונובעת מיתרונותיה היחסיים של החברה בתחומים עתירי מערכות אלקטרו-מכניות ומערכות שליטה ובקרה (ש"ב), בתחומי האנרגיה הירוקה והגז, וכן השפעה חיובית של יתרונות לגודל יחד עם הצמיחה במחזור הפעילות. יכולת הבקרה והניטור של הנהלת החברה בהיבט של ניהול הכנסות הוצאות ותמחור הפרויקטים הנה קריטית בחברות מסוגה, נוכח סיכון טכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות והלו"ז. בנוסף, רווחיות המגזר עלולה לסבול מתנודתיות בתקופות האטה, נוכח מרכיב גבוה יחסית של תקורות והצורך בשימור יכולות הביצוע של החברה. מידרג מעריכה כי הרחבת הפעילות בתחום קבלנות הבנייה, בהתאם לאסטרטגיית החברה, עלולה לאורך זמן להעביע על הרווחיות, נוכח זאת שפרויקטים בתחום קבלנות הבנייה מאופיינים ברווחיות נמוכה יותר. עם זאת, להערכתנו הדבר לא יהווה חלק משמעותי מפעילות החברה.

מגזר בקרה ואוטומציה מציג רווחיות תפעולית חזקה ויציבה לאורך זמן, עם שיעור ממוצע של כ- 15% בשנתיים האחרונות וכ- 17% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017, בין היתר לאור הגידול בפעילות מגזר הפרויקטים ובתחום מערכות בקרה וניהול של חניונים (בעיקר דרך החברה כלולה - ת.י.ב.א). מגזר הסחר, מציג רווחיות תפעולית ממוצעת של כ- 14% בשנתיים האחרונות, ומהווה כחמישית מסך הרווח התפעולי של החברה. פעילותה של החברה במגזר הבקרה והאוטומציה ובמגזר הסחר תורמת לפיזור והגיוון העסקי ומפצה במידת מה על הרווחיות התפעולית בתחום הפרויקטים. מגזר התקשורת אשר השפיע לשלילה על הרווחיות התפעולית הכוללת בשנים האחרונות, הוסיף להציג הפסדים בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2017. אנו מעריכים כי מהלכי ההבראה והתייעלות של החברה בשנה זו צפויים להביא את המגזר לאיזון תפעולי בטווח הקצר, אם כי איננו לוקחים בחשבון תרומה חיובית לרווח ממגזר זה בשנת 2018.

תרחיש הבסיס של מידרג, מניח כי בטווח הזמן הקצר-בינוני הרווחיות התפעולית של החברה תנוע בטווח של 5.0%-6.0%, אנו לא מעריכים שינוי מהותי בתמהיל הרווח בין מגזרי הפעילות, וצפי כי אלו יעמדו סביב הממוצעים בשנתיים האחרונות.

רמת המינוף יחסי הכיסוי סבירים לרמת הדירוג, צפי לייצור תזרימי מזומנים יציבים

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרג, אנו מעריכים כי בשנים 2017-2018 הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) והמקורות מפעולות¹ (FFO) של החברה ינועו בטווח של 15-95 מיליון ₪, ובטווח של 75-65 מיליון ₪, בהתאמה.

היקף החוב הפיננסי המותאם של החברה כולל חוב חוות הרוח הסתכם לסך של כ- 426 מיליון ₪ ליום 30.9.2017 (כ- 271 מיליון ₪ בנטרול חוב חוות הרוח, וכולל התחייבויות אחרות לז"א בהיקף לא מהותי) ורשם ירידה בשנתיים האחרונות (בנטרול חוב חוות הרוח).

רמת המינוף של החברה בינונית והולמת את הדירוג כפי שמשתקף ביחס חוב פיננסי (מאוחד) למקורות הוניים (CAP) בשיעור יציב של כ- 54%, נכון ליום 30.9.2017 (ושיעור של כ- 43% בנטרול חוב חוות הרוח). הקיטון בחוב וברמת המינוף שהציגה החברה בין התקופות נבע בעיקרו מקיטון בהון החוזר ומימוש נכס מקרקעין אשר קוזזה ע"י רכישת חלק השותף בפרויקט הרוח וההשקעה בחברת "מאגוס".

תרחיש הבסיס מניח גם חלוקת דיבידנד בהיקף שנתי של 15-25 מיליון ₪ (לחברה אין מדיניות חלוקה רשמית). מידרג מניחה השקעות ברכוש קבוע בהיקף של 10-15 מיליון ₪. על בסיס הנחות אלו, צפויה החברה בשנות התחזית לייצר תזרימי חופשי (FCF) חיובי מתון, וזאת לפני שינויים בצורכי ההון החוזר. אסטרטגיית החברה כוללת רכישות והשקעות בתחומים סינרגטיים אשר נועדו למצב את החברה כקבלן ראשי ומתן מענה לכל מקטעי הפעילות בשרשרת הערך. מידרג מניחה כי רמת המינוף תיגזר מהיקף ההשקעות בפעילות מיזוגים ורכישות וביזום פרויקטים כחלק מאסטרטגיית החברה ומתכנית הצמיחה שיובילו לגידול ברמות החוב. כך, במסגרת תרחיש זה, יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA ויחס חוב פיננסי מותאם ל- FFO, צפויים לנוע בשנים 2017-2018 בטווח של 3.5-5.0 ובטווח של 4.5-6.5, בהתאמה. יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) צפוי לנוע בטווח של 4.0-6.0.

¹ כולל התאמות בגין היוון עלויות פיתוח, לצד ניטרול תשלומי מיסים חריגים והכנסות/הוצאות חד פעמיות.

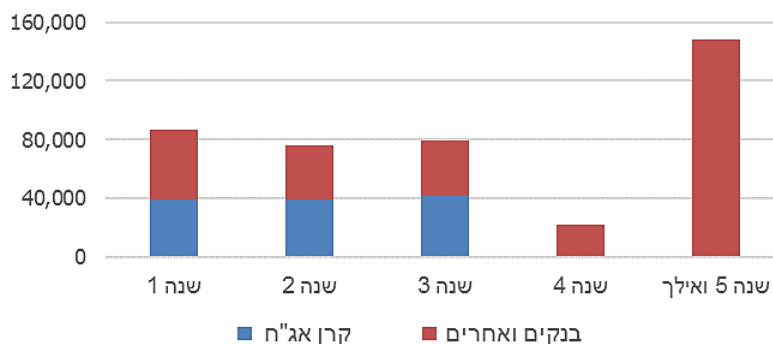
אופיו הפרויקטאלי של ענף הקבלנות גוזר תנודתיות בהיקף הפעילות, במיוחד בתקופות של האטה כלכלית, בהן יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

נזילות וגמישות פיננסית סבירות, תוך שהתזרים החופשי צפוי להיות חיובי/ נמוך בטווח הקצר

נזילות החברה נתמכת ביתרות נזילות בהיקף מהותי שמחזיקה החברה לאורך זמן (כ- 153 מיליון ₪ ליום 30.9.2017) ותזרים מזומנים חופשי חיובי מתון, זאת לצד מסגרות אשראי פנויות חתומות בהיקף של כ- 50 מיליון ₪ ליום 30.9.2017. כנגד זאת, לחברה עומס פירעונות חוב גבוה יחסית בשנתיים הקרובות (כ- 87 מיליון ₪ וכ- 76 מיליון ₪, כולל פירעון חוב פרויקט חוות הרוח). כמו כן, קופת המזומנים עומדת בחלקה כנגד צורכי הון חוזר תנודתיים ורכישות אסטרטגיות, ולהערכת מידורג, זו תמשיך להחזיק ביתרות מזומנים בהיקפים דומים.

גמישותה הפיננסית של החברה מתבססת על יחסי מינוף וכיסוי סבירים, מח"מ חוב קצר ונגישות טובה למקורות מימון, אך מוגבלת בכך שמרבית נכסיה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים המממנים, לצד שעבוד קבוע על מניות החברות המאוחדות, וכן בשורה של אמות מידה פיננסיות, אולם החברה עומדת בהן במרווח מספק. נציין כי האחזקה בפרויקט הזכיינות חוות הרוח תורמת לגמישותה הפיננסית של החברה לאור היכולת לממשה דרך הכנסת שותף / משקיע פיננסי.

אפקון החזקות: לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.9.2017 (באלפי ₪):



* לא כולל כ- 10 מיליון ₪ חוב פיננסי לזמן קצר נכון ליום 30.9.2017

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור יכולת השבת ההכנסות והמרכיב הפרמננטי ברווחי החברה.
- ירידה ברמת החוב הפיננסי ברוטו וברמת המינוף.

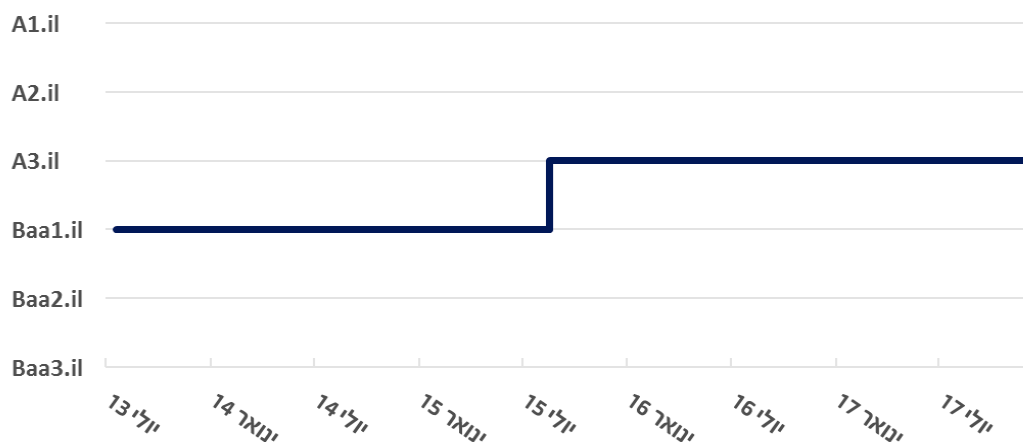
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA מעל 5.0.
- ירידה ביחס צבר הזמנות להכנסות וצמצום נראות הכנסות החברה.

אודות החברה

אפקון החזקות בע"מ הינה חברת פרויקטים ושירותים, הפועלת בישראל ובחו"ל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בארבעה מגזרים: הקמת פרויקטים למבנים ותשתיות עתירי מערכות, התקנה וייצור של מערכות אלקטרו-מכניות (חשמל, מיזוג אוויר, אינסטלציה, תשתיות וכו'), הנדסת גז, קירור עמוק וקירור תעשייתי, הנדסה אזרחית ועבודות גמר. מגזר שירותי בקרה ואוטומציה (מערכות בקרה תעשייתית, ביטחון, גילוי ובטיחות אש, חניה ועוד). מגזר הסחר (ייצוג, ייבוא, שיווק והפצה). מגזר התקשורת (פיתוח, ייצור, שיווק והתקנה של מערכות תקשורת אחודה ופתרונות תקשורת ועוד). בנוסף, פועלת הקבוצה בייזום ותפעול פרויקטים בתחום האנרגיה הירוקה. בעלת השליטה בחברה הנה קבוצת שלמה, המחזיקה בכ- 62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הנו מר ירון קריסי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אפקון החזקות בע"מ - דו"ח פעולת דירוג, פברואר 2017](#)

[אפקון החזקות בע"מ - דו"ח מעקב, נובמבר 2016](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות קבלנות, ספטמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

14.01.2018	תאריך דוח הדירוג:
27.02.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
08.07.2013	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אפקון החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אפקון החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>