



אפקון החזקות בע"מ

מעקב | ספטמבר 2015

אנשי קשר:

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט

yonatano@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"לית, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אפקון החזקות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב (סדרות ב', ג') שהנפיקה אפקון החזקות בע"מ (להלן "החברה") לדירוג A3.il באופק יציב מידרוג Baa1.il באופק יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מס' נייר ערך	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.2015 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	5780085	יולי 2010	6.9%	לא צמודה	51.9	2017-2016
ג'	5780093	אוקטובר 2013	5.7%	לא צמודה	147	2015-2019

שיקולים העיקריים לדירוג

לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי בענפי הליבה והיא נמנית בין הקבלנים הגדולים והוותיקים בישראל בתחום המערכות האלקטרו-מכאניות למבנים ותשתיות ובתחום מערכות הבקרה. את עיקר פעילותה מבצעת החברה כקבלן משנה, אולם בשנים האחרונות החברה פועלת גם כיוזם, קבלן ראשי, קבלן הקמה (EPC) וספק שירותים ואחזקה, עובדה התורמת לפוטנציאל הצמיחה של החברה.

ענף הקבלנות מאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית בשל אופיו הפרויקטאלי, חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ורווחיות נמוכה יחסית, הנגזרת מרמת התחרות הגבוהה וחסמי כניסה בינוניים. תחום המערכות האלקטרו-מכאניות מאופיין ברווחיות מעט טובה יותר ביחס לענף, בין היתר, נוכח ערך מוסף וחסמי כניסה גבוהים יותר. הענף מאופיין בפער זמנים אינהרנטי בין מועד תמחור העבודה וקבלתה לבין מועד השלמתה, דבר שיוצר חשיפה לתנודתיות בהכנסות וברווחיות. פעילות הליבה של החברה, בתחום האלקטרו-מכאניקה ומערכות הבקרה, הינה פרויקטאלית, עם רכיב נמוך של הכנסות חוזרות משירות ותחזוקה, ובשל כך, בדומה לחברות קבלניות אחרות, החברה חשופה במידה גבוהה למחזוריות הכלכלית ובפרט להיקף ההשקעות במשק. עם זאת, מכיוון שהחברה פועלת בעיקר בשלב הגמר בנייה, היא עשויה להיות מושפעת בפיגור מסוים מתחילת ההאטה ולהיערך לכך במידה מסוימת. צבר ההזמנות המשמעותי, ביחס של 1.0 להכנסות השנתיות, תורם לנראות ההכנסות בטווח הקצר. בטווח הזמן הבינוני, נראות ההכנסות של החברה מוגבלת, כפועל יוצא של מאפייני הענף והיעדר פעילות שירות ותחזוקה בהיקף משמעותי. פעילותה של החברה במגזר הבקרה ואוטומציה ובמגזר הסחר תורמת לפיזור ההכנסות וממתנת במידת מה את הסיכון העסקי הטמון במגזר הפרויקטים.

לחברה בסיס לקוחות רחב אשר נפרס על ענפי משק שונים, עם דומיננטיות של מגזר התעשייה ומגזר האנרגיה, ופיזור רחב יחסית של פרויקטים, מאפיינים הממתנים במידת מה את הסיכון העסקי הטמון באופיו הפרויקטאלי של הענף. החברה הציגה צמיחה גבוהה בצבר ובהכנסות בשנים 2013-2014, שלווה בשיפור מהותי בשיעורי הרווחיות, בדגש על מגזר הפרויקטים, המהווה את מגזר הפעילות העיקרי. אנו מעריכים כי הגידול החד בצבר זכה לרוח גבית מצד העלייה בהשקעות במשק בתחומי האנרגיה והבנייה. במהלך שנת 2015 שמר צבר ההזמנות על היקפו. השיפור המתמשך ברווחיות התפעולית, שנבע, בין השאר, מהגידול במחזור, מהווה שיקול מרכזי בהעלאת הדירוג והוא מבטא בנוסף, כך להערכתנו, גם שיפור ניהולי בחברה. השיפור האמור ברווחיות תרם לגידול בהיקף ה-EBITDA ובמקורות החברה מפעילות. נכון ליום 30.6.2015 החברה מציגה יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA וחוב פיננסי ברוטו ל-FFO (יחסים אלו מותאמים הוצאות חכירה ובניכוי עלויות פיתוח) של 4.0-7.0, בהתאמה.



תרחיש הבסיס של מידרוג צופה המשך צמיחה בהכנסות החברה, בין היתר, על בסיס צבר ההזמנות הקיים, לצד שמירה על רמות הרווחיות שאפיינו את השנים 2013-2014, ושמירה על היקף החוב הפיננסי הנוכחי, אשר יחד יובילו לשמירה על יחסי כיסוי החוב הנוכחיים גם בשנים 2015-2016. עם זאת, על פי התרחיש שלנו, המתייחס גם לאפשרות של האטה כלכלית אשר עלולה לפגוע בצבר ההזמנות, יחסי הכיסוי עשויים לנוע בטווח רחב של 4.0-6.0 ו- 6.5-9.0, בהתאמה, אשר הינם בטווח התחתון של הדירוג.

נזילות החברה הינה סבירה, כאשר לחברה תזרים מזומנים חופשי חלש ונתון לתנודתיות בהון החוזר, לצד עומס פירעונות משמעותי, שממותנים מצד יתרות נזילות בהיקף משמעותי שהחברה מחזיקה לאורך זמן. מדיניות דיבידנד שמרנית יחסית והשקעות מתונות מהווים גורם חיובי בדירוג. גמישותה הפיננסית של החברה סבירה ביחס לדירוג. לחברה מסגרות אשראי ז"ק בהיקף מספק, חלקן מסגרות חתומות, אולם מרבית נכסי החברה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים. אופק הדירוג היציב נתמך בצבר ההזמנות של החברה התומך בנראות ההכנסות בטווח הזמן הקצר וכן בתרחיש הבסיס של מידרוג אשר אינו צופה הרעה בנתוני הפיננסיים של החברה בטווח התחזיתי.

אפקון החזקות בע"מ (מאוחד, נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪):

2011 ¹	2012	2013	2014	H1 2014	H1 2015	
907	974	1,057	1,189	565	617	הכנסות
46	39	44	70	30	32	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
5.1%	4.0%	4.2%	5.9%	5.4%	5.3%	רווח תפעולי (%)
38	33	26	43	20	25	רווח (הפסד) נקי
59	50	62	88	39	42	EBITDA
52	37	48	74	31	38	EBITDA מותאם עלויות פיתוח
35	38	38	51	21	26	FFO
26	25	24	37	13	22	FFO מותאם עלויות פיתוח
826	823	904	988	937	1,007	סך נכסים במאזן
272	304	311	283	293	290	חוב פיננסי
83	76	106	59	54	69	יתרות נזילות
56.7%	59.1%	56.9%	52.0%	54.8%	50.4%	חוב ל-CAP
27.6%	27.8%	28.1%	28.8%	27.7%	30.7%	הון עצמי לסך מאזן
5.4	6.9	6.1	4.4	5.6	4.0	חוב פיננסי ברטו ל-EBITDA ²
9.2	10.3	10.7	7.9	9.7	7.0	חוב פיננסי ברטו ל-FFO ²
2.1	1.9	2.1	3.8	2.9	3.2	EBIT/Gross Finance

¹ לפני השפעת יישום IFRS11 - ההשפעה העיקרית של IFRS 11 נובעת מעסקאות משותפות של הקבוצה בחברות ושותפויות, שהוכרו בעבר בהתאם ל- IAS 31 לפי שיטת האיחוד היחסי ומטופלות כעת בהתאם ל- IFRS 11 לפי שיטת השווי המאזני.

² יחס הכיסוי מחושב עפ"י הדוחות הכספיים ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית עפ"י מתודולוגיית מידרוג. בנוסף יחסי הכיסוי כוללים התאמת היוון עלויות פיתוח לפעילות השוטפת חלף רישום בתזרים מפעילות השקעה בספרי החברה.

מעמד עסקי מבוסס בתחום האלקטרו-מכאניקה ופיזור עסקי מפצים חלקית על סיכון ענפי גבוה יחסית

ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטאלי המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן ומגדיל את תנודתיות ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי, תוך הגברת הסיכון העסקי. הענף חשוף למחזוריות הכלכלית, במידה גבוהה יחסית לענפים אחרים, בדגש על היקף ההשקעות בתשתית ובנכסים קבועים. הרווחיות בענף נמוכה, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה וממאפייני ההתקשרות בענף, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרז, המייצרים לחצים על מרווחי הרווח. חסמי הכניסה בענף אינם גבוהים ותורמים אף הם לתחרות. המרווחים הנמוכים, בשילוב קושי אינהרנטי להעריך במדויק את עלות העבודה ומשכן הארוך של העבודות, בדגש על פרויקטים מורכבים, מגבירים את הסיכון העסקי ודורשים יכולות ניהול גבוהות. כמו כן, הענף מאופיין בחשיפה גבוהה לסיכון אשראי של לקוחות.

אפקון הינה חברה מובילה וותיקה בענף הקבלנות בישראל בתחום האלקטרו-מכניקה, בדגש על פרויקטים מורכבים ועתירי מערכות לענפי התעשייה והאנרגיה, הכוללים תכנון והקמה של מערכות חשמל במתח גבוה ובמתח עליון, מערכות בקרה וכן פרויקטים משולבים עם מערכות חשמל, אינסטלציה ומיזוג אוויר.

החברה מאופיינת בפיזור עסקי טוב: היא מציעה מגוון רחב של פתרונות, שירותים ומוצרים במספר תחומים, כשפעילותה נפרשת על פני ארבעה מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות (כ 64% מההכנסות לתקופה ינואר-יוני 2015 וכ-77% מהצבר ליום 30.6.2015), בקרה ואוטומציה (19% ו-17%, בהתאמה), תקשורת (10% ו-5%, בהתאמה) וסחר (כ 8% מההכנסות). במגזר הפרויקטים קיים פיזור רחב יחסית של פרויקטים כאשר על פי נתוני החברה, נכון ליום 31.12.2014, 32 הפרויקטים הגדולים³ מהווים יחד כ- 43% מהצבר.

בסיס הלקוחות והפרויקטים של החברה נפרש על מגוון ענפי המשק, עם דומיננטיות של ענפי התעשייה והאנרגיה. בין היתר, משרתת החברה לקוחות גדולים (כגון חברת חשמל, אינטל, מפעלי ים המלח) ונהנית ממערכת יחסים ארוכת טווח עם לקוחות אלו, דבר המייצר עבורה עבודות המשך ומצמצם במידת מה את הסיכון הטמון באופייה הפרויקטאלי של פעילותה. החברה מחזיקה בסיווג קבלני המאפשר לה לבצע עבודות עבור מערכת הביטחון ומשרדי ממשלה. בשנים האחרונות הרחיבה הקבוצה את פעילותה בתחום ביצוע פרויקטים משולבים הכוללים עבודות תשתית אזרחית ועבודות גמר והחלה לבצע עבודות בתור קבלן ראשי וקבלן הקמה (EPC) של פרויקטים. להערכת מידורג, התרחבות אפיקי הפעילות של החברה תורמת למחזור ההכנסות ולמיצובה העסקי.

פעילות הסחר במסגרתה מייצגת החברה יצרנים מובילים של מוצרי חשמל ופעילות השירות והאחזקה של מגזר הבקרה והאוטומציה מאופיינת ביציבות וברווחיות גבוהה, וממתנות במידת מה את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלית, אולם פעילויות אלו עדיין מצומצמות בהיקפן יחסית לפעילות הפרויקטים. מגזר התקשורת, לעומת זאת, רושם הפסדים משמעותיים בשנים האחרונות, מכביד על רווחיות החברה ותזרימיה ומגביר את הסיכון העסקי.

³ פרויקטים בהיקף של כ- 15 מיליון ₪ ומעלה, ושהיקפם הכולל במצטבר גבוה מ- 50% מיתרת הצבר של תחום הפעילות נכון ליום 31.12.2014.

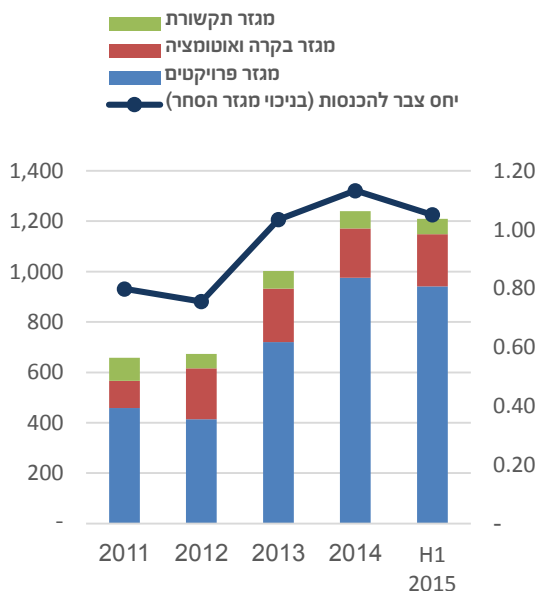
צבר הזמנות משמעותי תורם לנראות ההכנסות בטווח הקצר-הבינוני אולם בטווח הארוך חשוף למחזוריות הכלכלית

צבר הזמנות של החברה רשם גידול משמעותי בשנה החולפת, והסתכם, נכון ליום 30.6.2015, בכ- 1.2 מיליארד ₪, כאשר חלקו הארי הינו במגזר הפרויקטים (78%) ובמגזר הבקרה (17%). המדובר בגידול של 21% לעומת צבר הזמנות של 1.0 מיליארד ₪ נכון לסוף המחצית הראשונה של שנת 2014, וזאת לאחר גידול בשיעור של כ- 49% בצבר הזמנות בשנת 2013. להערכתנו, צבר הזמנות של החברה נהנה בשנים האחרונות ממגמת הגידול בהשקעות בישראל בתחום האנרגיה והתשתיות וכן השקעה במבנים. כמו כן החברה הרחיבה את תמהיל הפרויקטים לתחום הבנייה האזרחית וגמרים.

יחס צבר הזמנות להכנסות, נכון ליום 30.6.2015 הינו 0.97 (בניכוי מגזר הסחר היחס האמור הינו 1.05), בדומה לשנים 2013-2014. זהו יחס סביר המצביע על נראות הכנסות טובה יחסית לטווח של שנה עד שנה וחצי. לחברה פעילות שירות

ותחזקה בהיקף שאינו משמעותי, דבר המגדיל את פרופיל הסיכון של החברה.

התפתחות צבר הזמנות לאורך השנים, במיליוני ש"ח:



בהתאם לגידול בצבר, החברה הציגה גידול של כ- 12.5% בהכנסות בשנת 2014, בעיקר ממגזר הפרויקטים וזאת בהמשך לצמיחה של 8.6% ו- 7.3% בשנים 2013 ו- 2012. גידול מהותי נרשם גם בהכנסות מגזר הסחר בשנים אלו. במחצית הראשונה של שנת 2015 החברה המשיכה להציג צמיחה משמעותית בהכנסות בשיעור של כ- 9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מגזר הפרויקטים לבדו הציג, במחצית הראשונה של 2015, צמיחה של כ- 18% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

תרחיש הבסיס של מידרוג, המבוסס, בין היתר, על צבר ההזמנות הנוכחי של החברה, צופה כי החברה תמשיך להציג צמיחה חיובית בטווח הזמן הקצר והבינוני, אם כי בשיעורים מתונים יותר, ותשמור על יחס צבר הזמנות להכנסות סביב 1.0. גורמים שהם בעלי השפעה חיובית על התפתחות הצבר כוללים את קשריה ארוכי הטווח

ופעילותה המתמשכת של החברה מול חברות מובילות במשק הישראלי. הגורמים שעשויים לבלום את צמיחת הצבר כוללים להערכתנו את סיום פרויקט חוות הרוח במעלה גלבוע וסירין, האטה בהיקף ההשקעות בתחנות כוח חדשות והאטה בהשקעות בתעשייה.

שיפור הרווחיות התפעולית במגזר הפרויקטים נוכח הגדלת היקף הפעילות ושיפור במבנה הארגוני ובתשתיות הניהול

מגזר הפרויקטים הציג בשנים 2013-2014 רווחיות תפעולית של 4.8% ו- 5.0%, בהתאמה. במחצית הראשונה של שנת 2015 אף מציג המגזר רווחיות תפעולית גבוהה יותר בשיעור של כ- 6.3%, וזאת לעומת רווחיות של 2.0%-3.0% בשנים 2012-2010. התחרות בתחום הפרויקטים כמו גם הלחצים על מרווחי הרווח נותרו גבוהים, אולם להערכתנו, החברה הצליחה להציג שיפור הודות לגידול המהיר בהכנסות ושינויים ארגוניים.

מגזר בקרה ואוטומציה הציג אף הוא שיפור משמעותי ומציג שיעורי רווחיות תפעולית של 13.0% ו- 14.2% בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015, בהתאמה. זאת, לעומת שיעורי רווחיות של 9.2% ו- 6.8% בשנים 2013 ו- 2012, בהתאמה. מגזר הסחר, מציג רווחיות תפעולית ממוצעת של כ- 13.4% בשלוש השנים האחרונות ומהווה כחמישית מסך הרווח התפעולי של החברה. פעילותה של החברה במגזר הבקרה ואוטומציה ובמגזר הסחר תורמת לפיזור העסקי של



החברה, מפצה במידת מה על הרווחיות התפעולית הנמוכה יחסית בתחום הפרויקטים וממתנת במידת מה את התנודתיות הכרוכה בפעילות הפרויקטאלית.

להערכת מידרוג, החברה צפויה לשמור, בטווח הזמן הקצר והבינוני, על שיעורי הרווחיות הנוכחיים, בין היתר, בשל מימוש צבר ההזמנות הקיים של החברה. במהלך השנה החולפת הטמיעה החברה מערכת ניהול ובקרה המאפשרת ניהול פרויקטים ומעקב הדוק יותר על רווחיותם, מהלך העשוי לתמוך, כך להערכתנו, בשיפור איכות הניהול של הפרויקטים והרווחיות.

מגזר התקשורת כולל תכנון, פיתוח, ייצור, שיווק ואחזקה של מערכות תקשורת לעסקים. בשנת 2013 החברה החלה בשיווק מערכת התקשורת Aenoix, שמיועדת לטפל בכלל צרכי התקשורת של ארגונים. הכנסות המגזר לא הציגו צמיחה במהלך שנת 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015, לצד עלויות הפחתה משמעותיות. כפועל יוצא, מגזר התקשורת הוסיף להציג הפסד תפעולי שהסתכם בכ- 6.4 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2015 לבדה, לעומת הפסד תפעולי של 7.5 מיליון ₪ בשנת 2014 כולה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי מגזר התקשורת ימשיך להציג הפסדים גם בטווח הזמן הקצר ויש בכך להגביר את פרופיל הסיכון של החברה, במיוחד בשנים של האטה.

אסטרטגיה לצמיחה באמצעות פיתוח מינוף טכנולוגיות קיימות בתחום הבקרה וביסוס פעילות בחו"ל

אנו מעריכים כי החברה תוסיף לבצע השקעות על מנת לפתוח מקורות פעילות נוספים בתחומי הליבה. בין השאר החברה מתכננת הרחבה של הפעילות בחו"ל, אשר הצטמצמה משמעותית בשנים האחרונות, על בסיס פעילות בנייה מקומית, וזאת בשונה מהמדיניות הקודמת שהתבססה בעיקר על פרויקטים של יזמים ישראלים בחו"ל. בכונת החברה לפתח את הבסיס הטכנולוגי הקיים ברשותה בתחום הבקרה והאבטחה המהווה פוטנציאל צמיחה. אנו מעריכים כי תכניות אלו עדיין בשלבים מוקדמים מאוד וקיים קושי להעריך את השפעתן בטווח הארוך.

פרויקט חוות הרוח ברמת סירין ובמעלה גלבע נמצא בשלבי הקמה, כאשר החברה משמשת הן כיזם, הן כקבלן ההקמה (EPC) והן כקבלן ההפעלה (O&M). עלות הקמת הפרויקט מוערכת בכ- 200 מיליון ₪, מתוכם החברה השקיעה 40 מיליון ₪ כהלואות בעלים והיתר במימון בנקאי פרויקטאלי. הפעילות היזמית משמשת את החברה כאמצעי להגדלת היקף ההכנסות בתחומי פעילות הליבה ותרמה לגידול צבר ההזמנות במידה משמעותית. להערכתנו, התזרים הצפוי ממימוש ההחזקה בפעילות הרוח, ככל שיהיה, ישמש למימון השקעות נוספות של החברה.

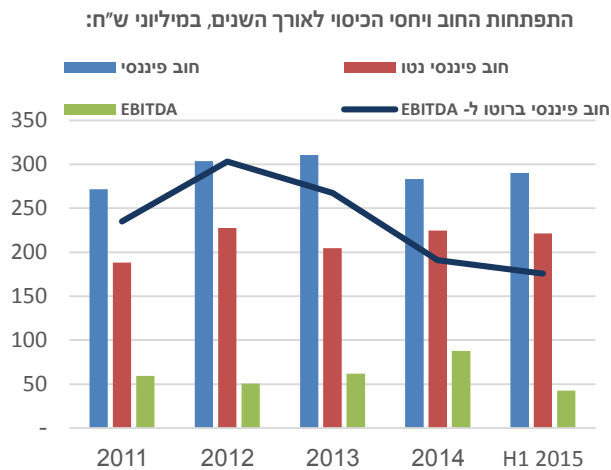
רמת המינוף ירדה ויחסי הכיסוי שופרו

הרווחים המצטברים בשנים 2013-2014 הובילו לעיבוי ההון ולשיפור יחס החוב הפיננסי ברוטו ל- Cap לשיעור של כ 50% לעומת כ 57% בסוף שנת 2013. נוכח הגידול בפעילות והגדלת הנכסים במאזן יחס ההון למאזן שופר במידה נמוכה יותר והוא עומד על 30.7% לעומת 28.1%, בהתאמה. רמת המינוף של החברה הולמת את רמת הדירוג.

מאזן החברה מממן בחלקו הגדול אשראי לקוחות והכנסות לקבל, המהווים יחדיו כ 53% מסך הנכסים (בחלוקה שווה בקירוב). החברה הציגה בשנים האחרונות שיעור הפרשה נמוך מאוד לחובות מסופקים.

הגידול בהכנסות והשיפור ברווחיות, הובילו, כפועל יוצא, לגידול ב- EBITDA ובמקורות החברה הפעילות (FFO). היקף החוב הפיננסי ברוטו נותר יציב יחסית בשנים האחרונות. בהתאם לכך חל שיפור ביחסי הכיסוי של החברה. נכון ליום 30.6.2015, החברה הציגה יחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל- EBITDAR ול- FFOR (כאשר יחסים אלו מותאמים להוצאות החכירה של החברה ולהיוון עלויות פיתוח בהתאם למתודולוגיית מידרוג) של 4.0 ו- 7.0 בהתאמה (LTM), שיפור ניכר לעומת יחסי כיסוי של 5.6 ו- 9.7 נכון לסוף המחצית הראשונה של שנת 2014.

יחס כיסוי הריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) נכון ליום 30.6.2015 (LTM) הינו 3.2, שיפור לעומת שנים קודמות, אז היה יחס הכיסוי סביב 2.0, כאשר עיקר השיפור נבע מהגידול המתואר לעיל בהיקף הפעילות וברווחיותה התפעולית של החברה.



תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תשמור על יחסי הכיסוי האמורים, בהתאם לתחזית מידרוג לצמיחה בהכנסות, אשר תוביל לגידול בהיקף ה- EBITDA וכן בשל הקטנת הוצאות המימון כתוצאה מפירעון שוטף של אגרות החוב (או לחילופין, מחזור החוב) אשר יתרום למקורות החברה מפעילות. מידרוג מניחה כי החברה תפעל למחזור חובה ואינה צופה שינוי מהותי בהיקף החוב. בהנחות אלו, מידרוג מעריכה כי יחס חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA ויחס חוב פיננסי ברוטו ל- FFO, ינועו בטווח של בין 4.0-6.0 ו- 6.5-9.0, בהתאמה. עם זאת, אופיו הפרויקטאלי

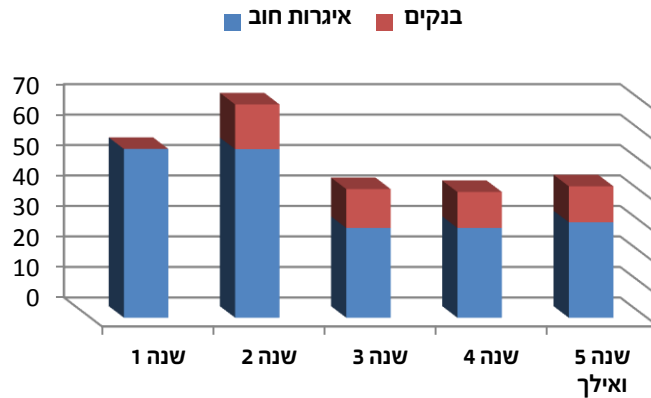
של הענף גוזר תנודתיות בהיקף הפעילות, במיוחד בתקופות של האטה כלכלית, בהן יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

נזילות סבירה הנשענת בעיקר על יתרות מזומנים מהותיות ומסגרות אשראי. התזרים החופשי צפוי להיות נמוך יחסית

נזילות החברה נתמכת ביתרות נזילות בהיקף משמעותי שמחזיקה החברה לאורך זמן וכן תזרים חופשי בהיקף חיובי מתון. להערכת מידרוג היקף ה-EBITDA מותאם הוצאות פיתוח צפוי לעמוד בטווח של 75-80 מיליון ש"ח לשנה בכל אחת מהשנים 2015-2016. היקף ה-FFO צפוי לעמוד על 45-55 מיליון ש"ח. אנו מעריכים את היקף ההשקעות ההוניות (למעט היוון עלויות פיתוח שנכללו במסגרת ה- EBITDA וה- FFO) בסכום של כ- 8-10 מיליון ש"ח, ואת הדיבידנד בהיקף של כ- 10 מיליון ש"ח נוספים, זאת בהתאם לחלוקה בשנתיים האחרונות ובהנחת המשך חלוקה מתונה כפי שהפגינה החברה לאורך השנים. בהתאם לכך, התזרים החופשי, לפני שינויים בהון החוזר, צפוי לנוע במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג סביב 20 מיליון ש"ח בכל אחת מן השנים 2015 ו- 2016. השינויים בהון החוזר בפעילות הפרויקטים הינם תנודתיים מאוד וקשים לחיזוי והם עשויים להשפיע לשלילה על התזרים החופשי.

להערכת מידרוג, החברה תמשיך להחזיק ביתרות מזומנים בסכומים סבירים ביחס לצרכים השוטפים, מדיניות המפצה במידת מה על תזרים חופשי תנודתי יחסית.

גמישותה הפיננסית של החברה הינה סבירה. מרבית נכסי החברה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים הממנים לצד שעבוד קבוע על מניות החברות המאוחדות. לחברה מסגרות אשראי חתומות ומחייבות בהיקף של 50 מיליון ש"ח, ומסגרת נוספת לז"ק בהיקף של 50 מיליון ש"ח. במהלך שנת 2015 החברה הגיעה להסכם מול כל הבנקים המממנים לגבי שורה של אמות מידה פיננסיות אשר יחייבו את החברה; נכון למועד הדוח החברה עומדת באמות המידה הנ"ל במרווח מספק. יצוין, כי במסגרת ההסכמה האמורה עם הבנקים הממנים הוסר שעבוד קבוע לטובת הבנקים שהוטל על מקרקעין בבעלות החברה באזור התעשייה קרית אריה בפתח תקווה, דבר התורם לגמישותה הפיננסית של החברה.



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

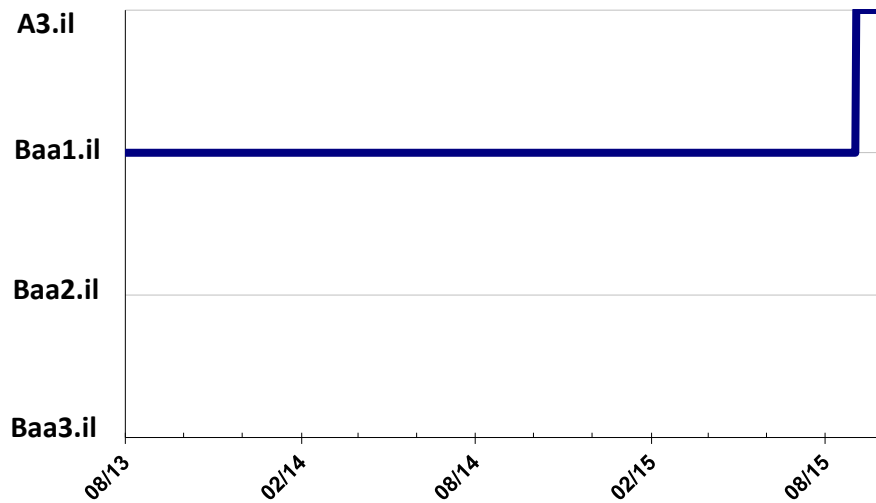
- שיפור יכולת השבת ההכנסות והמרכיב הפרמננטי ברווחי החברה.
- ירידה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי וברמת המינוף.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA מעל 6.0.
- ירידה ביחס צבר הזמנות להכנסות וצמצום נראות הכנסות החברה.
- הרעה מתמשכת בתזרים המזומנים החופשי.

אודות החברה

אפקון החזקות בע"מ הינה חברת פרויקטים ושירותים, הפועלת בישראל ובחו"ל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בארבעה מגזרים: **פרויקטים למבנים ותשתיות** - פתרון ליווי מלא להקמת פרויקטי תשתית עתירי מערכות, הכולל, בין היתר, התקנה וייצור של מערכות אלקטרו-מכניות (חשמל, מיזוג אוויר ואינסטלציה), הנדסת גז, קירור עמוק וקירור תעשייתי, הנדסה אזרחית ועבודות גמר. **שירותי בקרה ואוטומציה (מערכות מתח נמוך)** - מערכות בקרה תעשייתית ותוכנת SCADA, בקרת מבנה, מערכות גילוי וכיבוי אש, מערכות בטחון, מערכות גידור וחיישני תנועה ומערכות בקרת חניה. **סחר** - ייצוג, ייבוא, שיווק והפצה בישראל של ציוד בתחומי החשמל, הבקרה והמכשור. **תקשורת** - פיתוח, ייצור, שיווק, הפצה, התקנה ו/או שירות ותחזוקה של מרכזיות ופתרונות תקשורת לארגונים, תשתיות תקשורת, מערכות הקלטה, שירותי ענן בתחום התקשורת ו-Contact Centers. לצד הפעילות הפרויקטאלית מפתחת אפקון ומוכרת מוצרים ופתרונות טכנולוגיים. בנוסף, פועלת הקבוצה בייזום בתחום האנרגיה הירוקה. החברה מעסיקה כ-1,300 עובדים. בעלת השליטה בחברה הינה קבוצת שלמה, המחזיקה בכ-62% בהון המניות.



דוחות קשורים

[אפקון החזקות בע"מ פעולת דירוג - יוני 2014](#)
[דירוג חברות קבלנות - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

תאריך הדוח: 17.09.2015

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 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 ושוי 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 בצידוד, 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) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום⁴, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.



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 עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות 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 פירעונן, 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 לגביו 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.