

# אפקון החזקות בע"מ

מעקב | נובמבר 2016

**אנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג ראשי  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידיים  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אפקון החזקות בע"מ

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

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

### אגרות החוב במחזור המדורגות על-ידי מידרוג:

סדרה	מס ני"ע	דירוג	אופק	תאריך פירעון סופי
ב'	5780085	A3.il	יציב	31.03.2017
ג'	5780093	A3.il	יציב	30.06.2020

### שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה מעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי במגזרי הליבה של פעילותה 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 כזם, קבלן ראשי, קבלן הקמה (EPC) וספק שירותים ואחזקה, מהלך התורם לפוטנציאל הצמיחה של החברה. ענף הקבלנות מוערך על-ידי מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית בשל אופיו הפרויקטואלי הפוגם ביכולת השבת ההכנסות, חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ורווחיות נמוכה יחסית, המצביעה על רמת תחרות גבוהה יחסית ורגישות מחיר של מזמיני העבודות. הענף מאופיין בפער זמנים אינהרנטי בין מועד תמחור העבודה וקבלתה לבין מועד השלמתה, דבר שיוצר חשיפה לתנודתיות בהכנסות וברווחיות. תחום המערכות האלקטרו-מכאניות מאופיין ברווחיות טובה יותר ביחס לענף, בין היתר, נוכח ערך מוסף וחסימי כניסה גבוהים יותר. החברה חשופה במידה גבוהה למחזוריות הכלכלית בשוק המקומי, ובפרט להיקף ההשקעות ההוניות במשק. עם זאת, מכיוון שהחברה פועלת בעיקר בשלב הגמר בנייה, היא עשויה להיות מושפעת בפיגור מסוים מתחילת ההאטה ולהיערך לכך במידה מסוימת.

2

בשנים האחרונות רשמה החברה גידול חד בצבר ההזמנות, כאשר יחס הצבר להכנסות נע מזה כשנתיים בטווח של 1.2-0.9, יחס יציב המצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני. אנו מעריכים כי הגידול החד בצבר זכה לרוח גבית מצד העלייה בהשקעות במשק בתחומי האנרגיה והבנייה.

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 מגזרי התעשייה והאנרגיה, ופיזור רחב יחסית של פרויקטים - מאפיינים הממתנים במידת מה את הסיכון העסקי הטמון באופיו הפרויקטואלי של הענף. נכון למועד דו"ח זה, לחברה פרויקט מהותי מול אינטל המהווה כ-23% מסך צבר ההזמנות (ללא תחום התקשורת וללא חברות כלולות) הפוגע בפיזור הפרויקטים והלקוחות הרחב שהיה קיים קודם לכן.

הרווחיות התפעולית של החברה, מפגינה יציבות בשנים האחרונות, נעה בטווח של 4.0%-6.0%, ומושפעת לשלילה מהעמקת הפסדים במגזר התקשורת המקוזזת ע"י שיפור ברווחיות מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות, נוכח תמהיל הפרויקטים הנוכחי. הרווחיות אף מושפעת לחיוב ממגזר הבקרה המאופיין ברווחיות גבוהה יחסית למגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך צמיחה של מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות, על בסיס הצבר הנוכחי וכן נוכח תחזית להמשך צמיחה בהשקעה בבינוי ובנכסים קבועים, בהתאם לתחזית בנק ישראל. אנו מניחים רווחיות תפעולית בטווח של 5.0%-6.0%. טווח זה מניח המשך הפסדים במגזר התקשורת אך מתונים מהשנה האחרונה, אולם יחד עם זאת אנו מניחים כי הנהלת החברה תקבל החלטה בטווח הנראה לעין לגבי צמצום ההפסדים של פעילות זו.

רמת המינוף של החברה בינונית-גבוהה ותואמת את הדירוג. אנו לא מניחים ירידה בחוב ברוטו של החברה, חרף תזרימי המזומנים שהיא מייצרת מפעילות, נוכח הערכתנו להמשך השקעות וכן חלוקת דיבידנד אשר הנה במגמת עלייה בשנה האחרונה. אנו צופים יחסי כיסוי חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA ול-FFO בטווח של 3.0-5.0 ו-5.0-7.0, בהתאמה.

לחברה עומס פירעונות בעיקר בטווח השנתיים הקרובות. נזילות החברה סבירה ונשענת על יתרות נזילות חופשיות בהיקף משמעותי, אולם התזרים החופשי של החברה (FCF) צפוי להיות נמוך יחסית. כמו כן לחברה מסגרות אשראי לז"ק פנויות וחתומות בהיקף של כ- 50 מיליון ₪ נכון למועד דוח זה. גמישותה הפיננסית של החברה מוגבלת, כאשר מרבית נכסיה משועבדים בשעבוד שוטף לטובת הבנקים וחלות עליה מספר אמות מידה פיננסיות, בהן היא עומדת במרווח מספק. אופק הדירוג היציב נתמך בצבר ההזמנות של החברה התומך בנראות ההכנסות בטווח הזמן הקצר וכן בתרחיש הבסיס של מידרוג אשר אינו צופה הרעה בנתוניה הפיננסיים של החברה בטווח התחזית.

#### אפקון החזקות בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	H1 2015	H1 2016	
974	1,057	1,189	1,333	617	691	הכנסות
39	44	70	73	32	38	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
4.0%	4.2%	5.9%	5.4%	5.2%	5.5%	רווח תפעולי (%)
33	26	43	63	25	24	רווח נקי
50	62	88	94	42	50	EBITDA
31	41	64	79	30	27	FFO
59.1%	56.9%	52.0%	49.5%	50.4%	53.0%	חוב ל-CAP
10	-	10	12	-	25	דיבידנדים לבעלי המניות
76	106	59	128	69	194	יתרות נזילות
304	311	283	309	290	358	חוב פיננסי*
8.1	6.5	3.8	3.7	3.4	3.9	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA**
12.0	12.9	7.6	4.9	6.2	5.0	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO**
1.9	2.1	3.8	3.6	2.0	3.5	EBIT להוצאות מימון

\* חוב פיננסי כולל "התחייבויות אחרות לז"א"

\*\* יחסי הכיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ול-FFO מחושבים עפ"י הדוחות הכספיים וכוללים התאמת היזון עלויות פיתוח לפעילות השוטפת. יחסי הכיסוי הנ"ל אינם כוללים התאמת הוצאות חכירה תפעולית בעקבות עדכון מתודולוגית מידרוג מחודש דצמבר 2015.

#### פירוט גורמי מפתח בדירוג

##### מעמד עסקי מבוסס בתחום האלקטרו-מכניקה ופזור 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. פעילות החברה חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי ובנכסים קבועים. הרווחיות בענף נמוכה, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, בעיקר לאור חסמי הכניסה אשר אינם גבוהים וממאפייני ההתקשרות, הנעשית לפי רוב באמצעות מכרזים, המייצרים לחצים על מרווחי הרווח. 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 החזקות 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.

לחברה בסיס לקוחות רחב הכולל חברות תעשייתיות גדולות ומבוססות וגופים ציבוריים, אשר מייצרים עבורה עבודות המסך לאורך זמן. כמו כן, החברה מוכרת כקבלן מוכר ומאושר לביצוע עבודות עבור מערכת הביטחון ומשרדי ממשלה, מעמד המאפשר לה גישה למכרזים הדורשים סיווג ביטחוני.

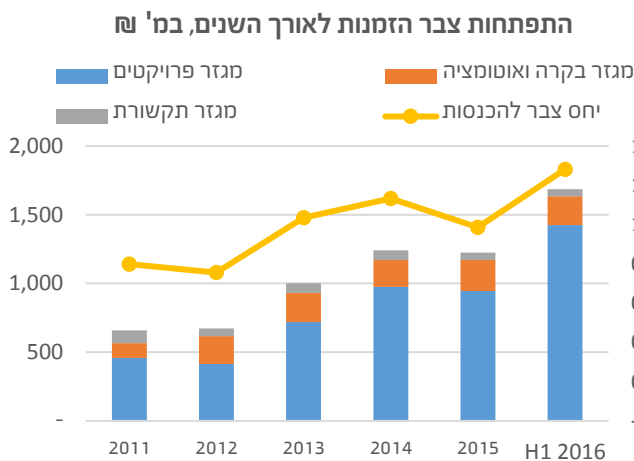
בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בתחום ביצוע פרויקטים משולבים הכוללים עבודות תשתית אזרחית ועבודות גמר והחלה לבצע עבודות בתור קבלן ראשי וקבלן הקמה (EPC) של פרויקטים במטרה להיכנס לפרויקטים עתירי ערך מוסף, בהן לחברה יתרון יחסי, המאופיינים ברמת רווחיות טובה. להערכת מידרוג, התרחבות אפיקי הפעילות של החברה לאורך שרשרת הערך תורמת למחזור ההכנסות ולמיצובה העסקי.

החברה מאופיינת בפיזור עסקי טוב, היא מציעה מגוון רחב של פתרונות, שירותים ומוצרים על פני ארבעה מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות (כ-66% מההכנסות לתקופה ינואר-יוני 2016), בקרה ואוטומציה (17% מההכנסות), תקשורת (10% מההכנסות) וסחר (כ-7% מההכנסות). נכון למועד דו"ח זה לחברה פרויקט מהותי מול אינטל, קמפוס אינטל בקריית אריה, המהווה כ-23% מסך צבר ההזמנות (ללא תחום התקשורת וללא חברות כלולות) ופוגע בפיזור הפרויקטים והלקוחות הרחב שמאפיין את החברה בדרך כלל. סיכון זה מתקזז להערכתנו לאור קשרי עבודה ארוכים עם לקוח זה ומעמדו העסקי החזק של הלקוח.

פעילות הסחר, במסגרתה מייצגת החברה יצרנים מובילים של מוצרי חשמל, ופעילות השירות והאחזקה במגזר הבקרה והאוטומציה מאופיינות ביציבות וברווחיות גבוהה, ממתנות במידת מה את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלית, אולם הן עדיין מצמצמות בהיקפן יחסית לפעילות הפרויקטים ואינן מקטינות את פרופיל הסיכון של החברה.

מגזר התקשורת המרוכז תחת תדיראן טלקום, כולל תכנון, פיתוח, ייצור, שיווק ואחזקה של מערכות תקשורת לארגונים ועסקים (מרכזיות דיגיטליות, מערכות חכמות ועוד), פעילות יציבה המרוכזת בעיקר בישראל. רגל שניה של המגזר כוללת החל משנת 2013 פעילות של פיתוח ושיווק מערכת התקשורת Aenoix, שמיועדת לטפל בכלל צרכי התקשורת של ארגונים. פעילות זו כרוכה בהפסדים משמעותיים בשנים האחרונות במידה המכבידה על רווחיות החברה ועל תזרימי המזומנים שלה. להערכתנו, בטווח הקרוב הנהלת החברה תגבש אסטרטגיה לגבי צמצום ההפסדים בפעילות זו.

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



בארבעת הרבעונים האחרונים הציגה החברה גידול משמעותי בצבר ההזמנות אשר הסתכם, נכון ליום 30.6.2016, לכ-1.67 מיליארד ש"ח (ללא חברות כלולות), כאשר חלקו הארי הינו במגזר הפרויקטים (86%) ובמגזר הבקרה (12%). מדובר בגידול של כ-40% לעומת צבר הזמנות של כ-1.19 מיליארד ש"ח נכון ליום 30.6.2015, כאשר את עיקר הגידול ברבעון האחרון תורם ההסכם להקמת קמפוס אינטל, פרויקט בהיקף של כ-440 מיליון ש"ח, כולל מרכיב הקרקע.

הגידול המתמשך בצבר ההזמנות של החברה ניהנה להערכתנו ממגמת הגידול בהשקעות בתחומי האנרגיה, התשתיות והמבנים בישראל בשנים האחרונות, וכן הוא

נובע מאסטרטגיית החברה להרחבת הפעילות כקבלן ביצוע וכקבלן הקמה, באופן המרחיב את תמחיל הפרויקטים לתחומי הבנייה האזרחית ועבודות גמר.

החברה הציגה גידול של כ-12% בהכנסות המחצית הראשונה לשנת 2016 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, וצמיחה בשיעור דומה בשנת 2015 כולה. עיקר צמיחה זו נבעה ממגזר הפרויקטים (עלייה של 14.6% במכירות המחצית הראשונה של 2016 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד ו-20.2% בשנת 2015) וזאת בהמשך לצמיחה משמעותית גם בשנים האחרונות

כל אלו גוזרים יחס צבר הזמנות להכנסות (LTM), נכון ליום 30.6.2016 של 1.2 (בניכוי מגזר הסחר היחס האמור הינו 1.28), הגבוה מהמוצע השנתי לשנים 2013-2015 שעמד על 0.97 (וממוצע של 1.05 בניכוי מגזר הסחר), בין השאר בשל המאפיינים של פרויקט קמפוס אינטל.

תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח כי החברה תשמור על יחס צבר הזמנות להכנסות בטווח של 1.0-1.2. גורמים אשר משפיעים לחיוב על התפתחות הצבר כוללים את קשריה ארוכי הטווח ופעילותה המתמשכת של החברה מול חברות מובילות במשק הישראלי. הגורמים שעשויים לבלום את צמיחת הצבר כוללים גם תרחיש של האטה בהיקף ההשקעות במשק.

#### **רווחיות תפעולית יציבה; מגזר התקשורת מעיב על התוצאות**

מגזר הפרויקטים הציג בשנתיים האחרונות רווחיות תפעולית בטווח של 4.8%-5.8%, ובמחצית הראשונה של 2016 רווחיות המגזר אף עמדה על שיעור גבוה של 6.2%. רווחיות זו בולטת לטובה ביחס לענף הקבלנות ונובעת מהתמקדות החברה ויתרונותיה היחסיים בתחומים עתירי מערכות אלקטרו-מכניות (מערכות חשמל, מיזוג אוויר, אינסטלציה וכדומה) ובתחומי האנרגיה הירוקה והגז. להערכתנו, בשנים האחרונות הושפעה הרווחיות לטובה מהגידול בהיקף הפעילות מבלי לשחוק את התמחור יתר על המידה, תוך השפעה חיובית של יתרונות גודל. אנו סבורים כי הרווחיות במגזר זה עלולה לסבול מתנודתיות בתקופות האטה.

יכולת הניטור והבקרה של הנהלת החברה בהיבט של ניהול הכנסות ורווחיות הפרויקטים הנה קריטית בחברות מסוגה. בשנת 2015, הטמיעה החברה מערכת ניהול ובקרה המאפשרת ניהול פרויקטים ומעקב הדוק יותר על רווחיותם, מהלך אשר תמך להערכת הנהלת החברה, בשיפור איכות הניהול של הפרויקטים והרווחיות וניתן לראות גם כי בשנים האחרונות לא נרשמו חובות מסופקים בהיקפים מהותיים.

מגזר בקרה ואוטומציה מציג רווחיות תפעולית חזקה ויציבה לאורך זמן בטווח של 13%-14.6% בשנתיים האחרונות. פעילותה של החברה במגזר זה תורמת לפיזור העסקי, מפצה במידת מה על הרווחיות התפעולית בתחום הפרויקטים וממתנת במידת מה את התנודתיות הכרוכה בפעילות הפרויקטאלית.

5

הרווחיות התפעולית הכוללת של החברה נעה בטווח של 4%-6%, ומושפעת לשלילה מהעמקת הפסדים במגזר התקשורת הנאמד לכ-8 מיליון ₪ במחצית שנת 2016 ומסתכם להפסד כולל בסך של 39 מיליון ₪ החל משנת 2013.

אנו מניחים רווחיות תפעולית בטווח של 5.0%-6.0%. טווח זה מניח המשך הפסדים במגזר התקשורת אולם יחד עם זאת אנו מניחים כי הנהלת החברה תקבל החלטה בטווח הנראה לעין לגבי צמצום ההפסדים בפעילות זו.

#### **רמת המינוף יחסי הכיסוי הולמים את הדירוג**

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי ה-EBITDA וה-FFO של החברה ינועו בטווח של 90-100 מיליון ₪ ו-70-60 מיליון ש"ח, בהתאמה (מתואמים להוון עלויות פיתוח), וזאת בהתאם להנחות שהוצגו לעיל לגבי הצמיחה ושיעורי הרווחיות. כך, במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA יחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO, צפויים לנוע בשנים 2016-2017 בטווח של 3.0-5.0 ו-5.0-7.0, בהתאמה. אופיו הפרויקטאלי של הענף גוזר תנודתיות בהיקף הפעילות, במיוחד בתקופות של האטה כלכלית, בהן יחסי הכיסוי עלולים להאט ולהימצא בחלק העליון של הטווח האמור.

רמת המינוף של החברה הולמת את הדירוג כפי שמשקף ביחס חוב למקורות הוניים (CAP) שיעור יציב של כ-53%, נכון ליום 30.6.2016, החוב הפיננסי ברוטו במגמת עליה קלה, אך שומר על שיעור יציב למרות הצמיחה בפעילות, בין היתר לאור תזרים מזומנים חופשי חיובי שייצרה החברה בשנים האחרונות.

אנו לא מניחים ירידה בהיקף החוב הפיננסי של החברה, חרף תזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילות, נוכח הערכתנו להמשך השקעות וכן חלוקת דיבידנד (לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד). אנו מעריכים כי החברה תוסיף לבצע השקעות על מנת לפתח

מקורות פעילות נוספים בתחומי הליבה, כולל הרחבת הפעילות בחו"ל. כמו כן, בכוונת החברה לפתח את הבסיס הטכנולוגי הקיים ברשותה בתחום הבקרה והאבטחה המהווה פוטנציאל צמיחה.

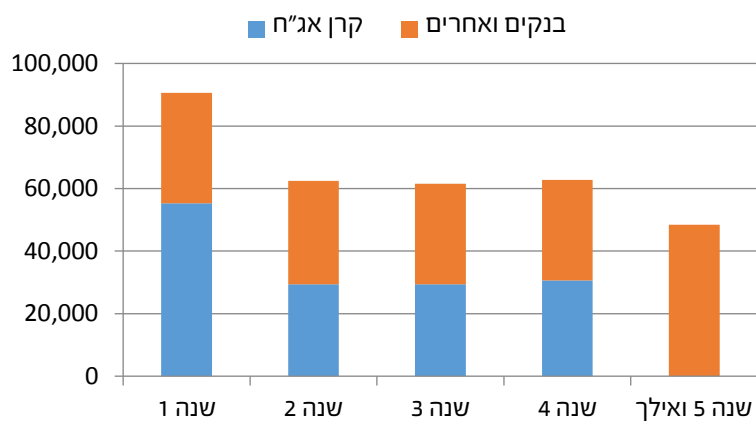
**נזילות סבירה הנשענת בעיקר על יתרות מזומנים מהותיות ומסגרות אשראי. התזרים החופשי צפוי להיות נמוך יחסית**

לחברה עומס פרעונות חוב גבוה יחסית בשנתיים הקרובות (כ-90 מיליון ש"ח וכ-60 מיליון ש"ח). לצד זאת לחברה קיימות יתרות נזילות בהיקף מהותי וכן מסגרות אשראי פנויות חתומות בסך כ-50 מיליון ש"ח ליום 30.6.2016. כאמור לעיל, איננו צופים תזרים מזומנים חופשי חיובי מהותי בטווח הקצר והבינוני. נוכח הערכתנו להמשך השקעות וכן חלוקת דיבידנד אשר הנה במגמת עלייה בשנה האחרונה.

גמישותה הפיננסית של החברה 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. יש לציין כי לחברה אחזקה בפרויקט חוות הרוח, אשר נכון למועד דו"ח זה, החברה עלתה לאחזקה של 100% בפרויקט, אשר תורמת לגמישותה הפיננסית. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, מכירת הקרקע בקריית אריה במסגרת פרויקט הקמת קמפוס אינטל צפויה לייצר לחברה תזרים בהיקף של כ-46 מיליון ₪, אשר יתמוך גם כן בנזילותה.

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

**לוח סילוקין לפירעון התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.6.2016 (אלפי ₪):**



\* לא כולל כ-26 מיליון ₪ חוב פיננסי לזמן קצר נכון ליום 30.6.2016

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

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

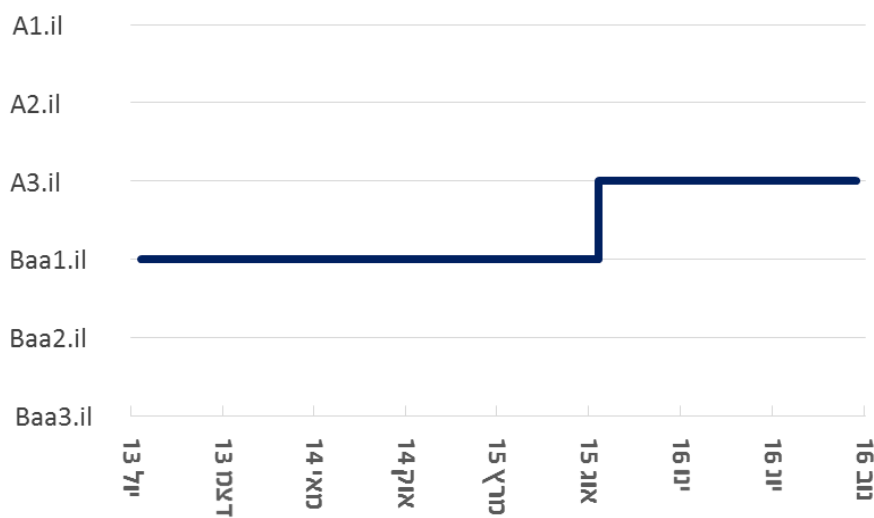
### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

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

## 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 ואינסטלציה), הנדסת גז, קירור עמוק וקירור תעשייתי, הנדסה אזרחית ועבודות גמר. מגזר שירותי בקרה ואוטומציה (מערכות בקרה תעשייתית, ביטחון, בטיחות אש, חניה ועוד). מגזר הסחר (ייצוג, ייבוא, שיווק והפצה). מגזר התקשורת (פיתוח, ייצור, שיווק והתקנה של מרכזיות ופתרונות תקשורת ועוד). בנוסף, פועלת הקבוצה בייזום בתחום האנרגיה הירוקה. בעלת השליטה בחברה הנה קבוצת שלמה, המחזיקה בכ-62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הנו מר ג'רי שנירר.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אפקון החזקות בע"מ, מעקב - ספטמבר 2015](#)

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

[התאמה בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דצמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

---

## מידע כללי

---

07.11.2016	תאריך דוח הדירוג:
17.09.2015	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון לדירוג:
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 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 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.

© 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, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת 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.**

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 סיכויי 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 סיכויי 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 פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל משקיע, 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 פרסומיה, 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, 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 אחרת שהדין אינו 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 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.