

אפקון החזקות בע"מ

3 ביוני, 2015

עדכון דירוג

העלאת הדירוג ל-'A' לאור שיפור ביחסי הכיסוי

אנליסט אשראי ראשי:

צבי בוימר, 972-3-7539736, zvi.boimer@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, 972-3-7539731, matan.benjamin@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

רשימת דירוגים

העלאת הדירוג ל-'ilA' לאור שיפור ביחסי הכיסוי

תמצית

- הפרופיל הפיננסי של אפקון החזקות בע"מ השתפר על רקע מגמה חיובית בביצועים התפעוליים בשנת 2014.
- יחסי כיסוי החוב של אפקון החזקות בע"מ נכון לסוף שנת 2014, וכן היחסים הצפויים לשנת 2015 המשתקפים מהתרחיש התפעולי הבסיסי שלנו, מצביעים על פרופיל פיננסי התואם את הדירוג הנוכחי.
- אנו מעלים את הדירוג של אפקון החזקות בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הפרויקטים למערכות אלקטרומכניות, בתחום מערכות בקרה ואוטומציה ובתחומים משלימים, לדירוג 'ilA' מדירוג 'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאפקון תשמור על יחסים פיננסיים התואמים את הדירוג הנוכחי בטווח הבינוני, בין היתר בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים והערכתנו שהחברה תמשיך לשמור על מעמדה התחרותי בישראל בתחומי פעילותה העיקריים.

פעולת הדירוג

ב-3 ליוני 2015, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של חברת אפקון החזקות בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הפרויקטים למערכות אלקטרומכניות, בתחום מערכות בקרה ואוטומציה ובתחומים משלימים, לדירוג 'ilA' מדירוג 'ilBBB+'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג של אפקון נובעת מהשיפור שחל בשנה האחרונה ביחסי הכיסוי של החברה ומהצפי שלנו לשמירה על יחסים שתואמים את הדירוג הנוכחי גם בשנת 2015. החברה הציגה שיפור בתוצאות התפעוליות בשנת 2014 לעומת 2013, תוך שמירה על יציבות יחסית ברמת החוב הפיננסי המתואם ושיפור קל בשיעור ה-EBITDA המתואם (6.3% בשנת 2014 לעומת 5.8% בשנת 2013).

ב-12 החודשים שהסתיימו ב-31 לדצמבר, 2014, הציגה החברה יחס חוב ל-EBITDA של 3.6x ויחס FFO (funds from operations) לחוב של 18%, לעומת כ-5.3x ו-11% בשנת 2013, בהתאמה. נכון לסוף הרבעון הראשון של 2015, החברה שמרה על יחסים פיננסיים דומים לאלו שהציגה בסוף שנת 2014. השיפור ביחסים הפיננסיים משקף בעיקר את המגמה החיובית בתוצאות התפעוליות בשנת 2014, שבה הציגה החברה EBITDA מתואם בסך של 75 מיליון ₪ לעומת 55 מיליון ₪ בשנת 2013. זאת בעיקר כתוצאה מגידול של כ-25% בהכנסות במגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות תוך שיפור קל ברמת הרווחיות הכוללת. השיפור הוא פועל יוצא של מעבר לשלב ההכרה ברווח בחלק מן המפרויקטים ושל גידול במספר הפרויקטים בהם משמשת החברה כקבלן ראשי, בעיקר בתחום הפרויקטים עתירי המערכות. זאת כחלק מהאסטרטגיה הכוללת של החברה להגדיל את נוכחותה בשרשרת הערך הפרויקטלית במטרה להגדיל את היקף הפעילות ולהשיא את שיעורי הרווחיות.

צבר ההזמנות של אפקון ממשיך לצמוח, והחל מסוף שנת 2010 מציגה החברה צמיחה שנתית ממוצעת (CAGR) של כ-16%, מרביתה במגזר הפרויקטים. אנו מעריכים שבשנת 2015 יישארו יחסי הכיסוי ברמתם הנוכחית, וזאת בהתבסס על צבר ההזמנות הקיים, על התוצאות בפועל של הרבעון הראשון של שנת 2015 (EBITDA מתואם של כ-20 מיליון ₪) ועל הערכתנו שאפקון תשכיל לשמור על רמת הרווחיות הנוכחית.

הדירוג ממשיך להתבסס על מעמדה התחרותי של אפקון בשוק האלקטרו-מכניקה ומערכות הבקרה בישראל, על פיזור עסקי על פני מספר תחומי פעילות ללא תלות מהותית בפרויקט ספציפי או בלקוח ספציפי ועל צבר הזמנות המספק נראות לטווח הקצר (1.3 מיליארד ₪ נכון לסוף שנת 2014, כולל חלקה בצבר של חברות כלולות, ו-1.25 מיליארד ₪ נכון לסוף הרבעון הראשון של 2015). חוזקות אלו מתקזזות חלקית על ידי האופי המחזורי והפרויקטאלי של רוב תחומי הפעילות, שעלול לגרום לתנודתיות בתזרימי המזומנים כדוגמת התזרים השלילי ברבעון הראשון של 2015. כמו כן, הדירוג מושפע לשלילה מרמת תחרותיות גבוהה השוררת בתחומי הפעילות העיקריים של החברה ומחשיפה לסיכונים אשראי לקוחות.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- רמת הכנסות בגובה הצבר לביצוע בשנת 2015 במגזרים שקיים בהם צבר ורמת הכנסות דומה לשנים קודמות במגזרים ללא צבר;
- שיעור EBITDA מתואם של כ-6% בשנת 2015;
- השקעות הוניות בגובה הפחת;
- חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-10 מיליון ₪ בשנת 2015.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם של חוב ל-EBITDA של כ-3.0x-4.0x בשנת 2015;
- יחס מתואם של FFO לחוב של כ-12%-18% בשנת 2015.

נדילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנדילות של אפקון הינה "פחות מהולמת". אנו מעריכים כי ב-12 החודשים הקרובים, היחס בין המקורות לשימושים יהיה נמוך מ-1.2x. נכון למאי 2015, לחברה סך מסגרות אשראי בהיקף של כ-160 מיליון ₪, מתוכן כ-60 מיליון ₪ מנוצלים. מתוך סך המסגרות לעיל (160 מיליון ₪), כ-50 מיליון ₪ הם בקווי אשראי מובטחים לתקופה הקצרה משנה, נכון למועד זה. המתודולוגיה שלנו אינה מתייחסת לקווי אשראי מובטחים לתקופה הפחותה משנה כמקור לצורך מדידת יחסי הנדילות, עם זאת, נציין כי החברה הביעה רצון לחדש את הקווים במועד פקיעתם. אנו רואים את נגישותה של אפקון למערכת הבנקאית ואת נגישותה לשוק ההון, כפי שבאה לידי ביטוי בגיוסי החוב של החברה בשנתיים האחרונות, כגורם תומך להערכתנו לרמת הנדילות של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות אפקון נכון ל-1 בינואר, 2015, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-59 מיליון ₪;
- תזרים מפעילות שוטפת של כ-60 מיליון ₪ עד לסוף שנת 2015;
- הלוואות לזמן ארוך בהיקף של כ-50 מיליון ₪ (בוצע באפריל 2015).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של אפקון נכון ל-1 בינואר, 2015, הן:

- פירעון חלויות חוב של כ-59 מיליון ₪ עד סוף שנת 2015 (כולל חלות בגובה 26 מיליון ₪ בגין אג"ח ב' ששולמה במרץ);
- פירעון הלוואות זמן קצר ו-on-call (אנו מניחים החזר לצורך החישוב) של כ-22 מיליון ₪;
- דיבידנד בהיקף של כ-10 מיליון ₪ בשנת 2015;
- השקעות הוניות (capital expenditure) בגובה הפחת.

במהלך חודש מרץ 2015 הסדירה אפקון את נושא ההתניות הפיננסיות שחלו עליה ועל החברות הבנות שלה אל מול המערכת הבנקאית, כך שנכון למועד זה, לחברה מערכת התניות חדשה שחלות רק עליה (בסיס סולו). נכון למרץ 2015, החברה עומדת בהתניות אלה עם מרווח מספק. להערכתנו, מערכת ההתניות החדשה והמרוכזת תקל על ניהול הנדילות של החברה, לעומת המצב הקודם שבו חלו התניות פיננסיות נפרדות הן על החברה (על בסיס סולו) והן על החברות הבנות שלה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שבטווח הבינוני אפקון תציג יחסי כיסוי חוב התואמים את הדירוג הנוכחי. זאת בהתאם לצבר ההזמנות הקיים ולהערכתנו שאפקון תשמור על מעמדה התחרותי בישראל. אנו סבורים שיחס כיסוי חוב ל-EBITDA מתואם סביב 4.0x תואם את הדירוג הנוכחי והינו עקבי עם הערכתנו הנוכחית לפרופיל הסיכון הפיננסי ולפרופיל העסקי של אפקון. תחזית הדירוג משקפת גם את הערכתנו שאפקון תשמור על רמת נזילות "פחות מהולמת" לפחות.

התרחיש השלילי

לחץ שלילי על הדירוג יופעל אם יחס כיסוי החוב ל-EBITDA מתואם יעלה על 4.5x לאורך זמן. האמור יכול להיות תולדה של התדרדרות בביצועים התפעוליים של החברה, שתתבטא בירידה בשיעורי הרווחיות או בירידה מתמשכת בצבר ההזמנות, וכן תולדה של רכישות גדולות ממומנות חוב או של מדיניות דיבידנדים אגרסיבית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג יחס חוב מותאם ל-EBITDA של כ-3.0x ותזרים מזומנים חופשי (תזרים מזומנים בניכוי השקעות הוניות) חיובי לאורך זמן בניכוי דיבידנד, לצד חיזוק הפרופיל העסקי.

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מחקר קשור

- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של [Standard & Poor's Maalot](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי](#), פברואר 2013
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מעלות ומגבלות של דירוגי אשראי](#), מאי 2012

רשימת דירוגים

מדיניות קודם	דירוג נוכחי	אפקון אחזקות בע"מ
ilBBB+/Stable	ilA-/Stable	דירוג המנפיק
ilBBB+	ilA-	אג"ח סדרה ב'

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימין. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.