

# אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב ו דצמבר 2016

## אנשי קשר:

עו"ד יונתן אוחנה, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[yonatano@midroog.co.il](mailto:yonatano@midroog.co.il)

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

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

## אמנת ניהול ומערכות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לאמנת ניהול ומערכות בע"מ ("אמנת"). אופק הדירוג יציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באיתנות הפיננסית הטובה של החברה, המבוססת על רמת מינוף נמוכה, רמת נזילות גבוהה, מיצוב עסקי גבוה בחלק ממקטעי הפעילות, מוניטין חיובי שנצבר לאורך עשרות שנות פעילות ופיזור הכנסות גבוה בתחומי המחשוב, ייעוץ וניהול פרויקטים. לחברה סינרגיה וקשרי גומלין בין תחומי הפעילות השונים בקבוצה, עובדה התורמת למיצובה העסקי וליתרונה התחרותי, פיזור לקוחות רחב מכל ענפי המשק, בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי ופיזור רחב של פרויקטים. עם זאת, היקף ההכנסות הנמוך יחסית ושיעורי הרווחיות הנמוכים (הגם שנמצאים במגמת שיפור במהלך השנים 2015-2016) מהווים גורם המשפיע לשלילה על הדירוג.

ענף טכנולוגיות המידע (IT) מאופיין בסיכון בינוני ובמתאם גבוה לשיעור צמיחת התמ"ג, אם כי הענף נוטה לפגיעה חדה יותר בתקופות מיתון ומשבר נוכח דחיית השקעות. הענף מאופיין בתחרות גבוהה יחסית, חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה, יתרונות לגודל, רגישות אינהרגטית לשינויים טכנולוגיים, צמיחה פנימית מתונה, ומבנה הכנסות מבוסס פרויקטים, לרוב לטווח קצר. רמת הרווחיות בענף בינונית יחסית לענפי משק אחרים. המגזר הציבורי מהווה צרכן משמעותי של שירותי טכנולוגיות מידע, נתון אשר מוסיף מחד ללחצי המחיר בענף אולם ממתן את חשיפת הענף למחזוריות הכלכלית. אופייה הפרויקטאלי של החברה מהווה להערכתנו גורם סיכון. זאת בנוסף להיותה חברה בסדר גודל קטן, עובדה המגבילה את היכולת להתמודד עם פרויקטים הפסדיים ושינויים מחזוריים בהיקפי הפרויקטים ומגבירה את תנודתיות הרווח התפעולי, במיוחד במגזר הייעוץ המאופיין בריבוי פרויקטים בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית. מנגד, פיזור הפרויקטים הרחב, משכן הארוך יחסית של ההתקשרויות, גישה ניהולית זהירה ואיתנותה הפיננסית של הקבוצה מהווים גורמים חיוביים הממתנים את הסיכון האמור.

צבר ההזמנות של החברה (על בסיס איחוד יחסי) נע בשנתיים האחרונות בטווח 500-560 מיליון ₪ (509 מיליון ₪, נכון ליום 30.09.2016), רובו מגיע ממגזר הייעוץ, ומשקף יחס צבר הזמנות להכנסות מגזר הייעוץ של כ-1.9-2.4; יחס יציב המצביע על נראות הכנסות טובה של מגזר הייעוץ נוכח הסכמים לטווח ארוך. חלק ניכר מלקוחות החברה (הן במגזר הייעוץ והן במגזר המחשוב) הינם גופים ציבוריים ומשרדי ממשלה, בעלי תקציבים גדולים, סיכון אשראי נמוך ובעלי מאפייני פעילות אנטו-מחזוריים התורמים לפרופיל הסיכון של החברה, אך מנגד מאופיינים בימי אשראי ארוכים ובמרווחים נמוכים יחסית.

מגזר המחשוב והתוכנה ("מגזר המחשוב") מציג החל מתחילת 2014 צמיחה ניכרת ושיפור משמעותי ברווח המגזרי שנבעו מכניסה לפרויקטים חדשים המאופיינים ברווחיות גבוהה, בד בבד עם יישום תכנית התייעלות. מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ("מגזר הייעוץ") מציג אף הוא צמיחה בהיקף פעילותו, עם ירידה ברווחיות בשנה החולפת. בסך הכל הציגה החברה שיפור קל ברווח התפעולי לרבות רווחי כלולות, אם כי זו נותרה נמוכה ביחס לדירוג.

מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי החברה תמשיך להציג צמיחה פנימית בשני מגזרי הפעילות בקצב דומה לקצב צמיחת התמ"ג החזוי בשנת 2017 (3.1% על-פי תחזיות ב") כאשר מגזר המחשוב עשוי להציג צמיחה גבוהה יותר נוכח התרחבות הפעילות מול המגזר הממשלתי. צמיחה זו מבוססת, בין היתר, על צבר ההזמנות הנוכחי של החברה והערכתנו כי החברה תשמור על יחס צבר הזמנות להכנסות כפי שעשתה בשנים האחרונות. להערכתנו, רווחיותה התפעולית של החברה אינה צפויה להשתנות באופן מהותי ותוסיף לנוע בטווח 2.5%-3.5% ומייצגת רווחיות במגמת שיפור במגזר המחשוב, של כ-4.5%-5.5%, לצד רווחיות נמוכה יחסית בתחום הייעוץ, גם בהינתן הערכת תרחיש הבסיס של מידרוג לשיפור מסוים בשנת 2017.

איתנותה הפיננסית של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה והיא נשענת על כרית הונית משמעותית לצד יכולת ייצור מזומנים סבירה ויציבה יחסית אל מול היקף חוב זניח. היקף הפעילות הנמוך (על בסיס איחוד יחסי של חברות בשליטה משותפת), רווחיות חלשה ביחס לסיכון הענפי ותזרימי מזומנים מוגבלים בהיקפם מגבילים את רמת הדירוג. נוכח היקף הפעילות והפרופיל העסקי המוגבל, קיבולת החוב של החברה מוגבלת בדירוג הנוכחי עד כדי יחסי כיסוי שלא יעלו על 2.0 חוב ברוטו ל-EBITDA ו-3.0 חוב ל-

FFO. כיום, לחברה יתרות נזילות בהיקף טוב ביחס לשימושים, אשר מיועדות לשמש את החברה לפעילות השוטפת. לאורך השנים, הנהלת החברה מציגה ניהול שמרני ועקבי המהווים שיקול נוסף חיובי בדירוג. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על איתנותה הפיננסית הגבוהה גם בטווח הקצר והבינוני, לצד צמיחה אורגנית מתונה, שמירה על מיצובה העסקי של החברה וללא שינוי מהותי בפרופיל הסיכון.

### נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪:

2012	2013	2014	2015	1-9 2015	1-9 2016	
270	283	293	321	241	271	הכנסות
3.3	2.8	6.4	9.4	6.8	8.0	רווח תפעולי
1.2%	1.0%	2.2%	2.9%	2.8%	3.0%	רווח תפעולי (%)
6.4	5.4	4.4	4.4	2.0	3.2	דיבידנדים שהתקבלו מחברות כלולות
40	42	19	31	16	26	יתרות נזילות
11	10	8	1	3	2	חוב פיננסי
9.0%	7.9%	8.1%	1.0%	2.7%	2.0%	חוב פיננסי ברוטו לקאפ
58.2%	54.1%	56.5%	61.0%	60.0%	61.4%	הון עצמי לסך מאזן

### נתוני מגזרי פעילות עיקריים, במיליוני ₪:

2012	2013	2014	2015	1-9 2015	1-9 2016	תחום ייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה
227	220	229	230	176	194	הכנסות
14.6	13.0	11.2	8.7	6.3	3.9	רווח תפעולי

2012	2013	2014	2015	1-9 2015	1-9 2016	תחום מחשוב ותוכנה
172	188	195	225	165	177	הכנסות
2.4	3.6	8.5	10.0	7.6	9.5	רווח תפעולי

### פירוט שיקולים עיקריים לדירוג

#### חברה בסדר גודל קטן בתחומי פעילות המאופיינים בסיכון בינוני

אמנת פועלת במגוון רחב של תחומי פעילות המסווגים תחת שני מגזרים - מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה ומגזר מחשוב ותוכנה, המהווים כל אחד כ-50% מההכנסות. מגזר המחשוב כולל מס' תחומי פעילות בהם מחזיקה החברה נתחי שוק נמוכים, בעיקר ייעוץ ופיתוח תוכנה ומערכות מידע (באמצעות חברת הבת סיסנת תכנה בע"מ), בדיקות והבטחת איכות תוכנה (באמצעות חברת הבת סיסנת בדיקות תוכנה בע"מ) ופיתוח והטמעה של מערכות מידע, כולל מערכות ERP (באמצעות תדיעד שותפות מוגבלת 1994 שאמנת מחזיקה בשרשור כ-70% ממניותיה). ענף טכנולוגיות המידע (IT) מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, בעל רמת תחרות גבוהה הנובעת, בין היתר, מקיומו של שוק מבוזר וחסמי כניסה נמוכים בחלק מהתחומים. הענף חשוף במידה רבה למחזוריות הכלכלית ותקופות האטה המובילות לדחיית השקעות וצמצום תקציבים. מבנה ההכנסות בענף מבוסס על הכנסות מפרויקטים, בעיקר לטווח קצר, ולצידן רכיב משמעותי של הכנסות "חוזרות", בעיקר תחזוקה ושדרוג של מערכות קיימות, המגבירות את נראות ההכנסות וממתנות את הסיכון הנובע מהרכיב הפרויקטאלי. רמת הרווחיות בענף מושפעת לשלילה מלחצי מחיר נוכח רמת תחרות גבוהה והתקשרויות מבוססות מרכז במגזר הציבורי. בטווח הזמן הקצר והבינוני, הצמיחה בענף הינה מתונה יחסית, כאשר חברות התוכנה המקומיות חשופות למגמות הפיתוח והחדשנות הטכנולוגיים, לרבות מצד יצרני תוכנה בינלאומיים, המהווים את מנוע הצמיחה לאורך זמן. האתגר בהצגת צמיחה פנימית משמעותית, לצד שינויים טכנולוגיים, מובילים לצמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות. נקודות החוזק של הענף הן פיזור עסקי רחב בין כל ענפי המשק, גיוון רחב של מוצרים ושירותים לצד חסמי כניסה בינוניים בתחום התוכנה ושירותי הערך המוסף הנובעים בעיקר מהצורך במומחיות ומוניטין, לצד יתרונות לגודל, בעיקר בק"ע התמודדות במרכזים, הספקת שירותים לארגונים גדולים ויכולת לבצע מיזוגים ורכישות. תחום הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה, הכולל מגוון רחב של שירותים, מאופיין

בחשיפה למחזוריות הכלכלית, והינו בעל אופי פרויקטאלי, אם כי מאופיין בחוזים ארוכי טווח הממתנים באופן חלקי את הסיכון העסקי הטמון מאפיינים אלו.

במגזר הייעוץ, בו עוסקת החברה בתחומי הייעוץ, ניהול פרויקטים ומתן שירותים לוגיסטיים במיקור חוץ היא נהנית ממיצוב עסקי גבוה, הודות לסינרגיה בין תחומי הייעוץ השונים, והיכולת לייצע לפרויקטים גדולים לאורך מספר שלבים ובתחומים שונים. לצד תחומי פעילות מגוונים, מגזר הייעוץ מאופיין גם בריבוי פרויקטים, ובכלל זאת: ניהול מערך בחינות הבגרות עבור משרד החינוך (פעילות אותה מבצעת החברה מזה מס' שנים), חלוקת דואר שליחים מטעם דואר ישראל באזור המרכז וניהול פרויקטים של התחדשות עירונית. פעילות הייעוץ מוטה כלפי לקוחות המגזר הציבורי (מעל 50% מהכנסות החברה במגזר הייעוץ מקורן במשרדי ממשלה וגופים ציבוריים) ומאופיינת בביקושים יציבים יחסית. פיזור הפרויקטים הרחב, משכן הארוך יחסית של העסקאות, צרכי השקעה נמוכים לצד ניהול זהיר מהווים פקטור חיובי בפרופיל הסיכון ומהווים גורם חיובי בדירוג. מגזר הייעוץ כולל גם את אחזקתה של החברה (כ-29% בשרשרת) בחברת ברעם פרסום מקורי בע"מ ("ברעם") העוסקת בתחום שילוט חוצות. פעילותה של ברעם, אשר שימשה מחולל רווח בשנים קודמות, נשחקה ותרמיש הבסיס של מידרוג אינו מעריך תרומה משמעותית של ברעם לתזרים המזומנים של החברה.

ניסיונה רב השנים של החברה, מוניטין חיובי מול לקוחותיה בדגש על לקוחות מהמגזר הציבורי וסינרגיה בין תחומי הפעילות מקנים לחברה יתרון יחסי ותורמים למיצובה העסקי. עם זאת, היותה של החברה שחקן קטן בענפי הפעילות, ריבוי התקשרויות על בסיס מכרז, בעיקר במגזר הציבורי, ורמת תחרות גבוהה במרבית מגזרי הפעילות משפיעים לשלילה על גמישות המחיר של החברה ועל רווחיותה. לחברה היקף משמעותי של הכנסות הנובעות מלקוחות ממשלתיים והמגזר הציבורי בכללותו, אולם מידרוג מעריכה חשיפה זו כגורם ממתן סיכון בשל התקשרויות מבוססות מכרז לתקופה ארוכה יחסית וכן בשל היציבות המאפיינת את המגזר הציבורי הממתנת במידת מה את החשיפה למחזוריות הכלכלית.

היקף הפעילות הנמוך של החברה ביחס לרמת הדירוג מגביר את פרופיל הסיכון, במיוחד נוכח אופייה הפרויקטאלי של החברה ומגביל את יכולת החברה "לספוג" פרויקטים הפסדיים ומחזוריות בהיקף הפרויקטים ומהווה גורם המגביל במידה רבה את הדירוג חרף פרופיל פיננסי חזק.

#### נראות הכנסות סבירה וצמיחה פנימית טובה תורמים לפרופיל העסקי

החברה מציגה מגמת צמיחה חיובית לאורך תקופה ארוכה וביתר שאת בשנת 2015 ובתשעת החודשים הראשונים של שנת 2016, בהם הציגה החברה צמיחה בשיעורים של 7.6%-ו-9.2% בהתאמה (שיעורי צמיחה אלו מתייחסים לסך הכנסות החברה לפי ביאור מגזרי הפעילות המשקפים את חלקה באיחוד יחסי בחברות אמגון בע"מ ומרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ הכלולות במגזר הייעוץ; להלן: "אמגון" ו-"מרמנת"). מגזר המחשוב (שחלק המיעוט בו נמוך) הציג צמיחה בשיעורים גבוהים של 15.5%-ו-7.6% בתקופות הנ"ל, בהתאמה. הגידול מבוסס על צמיחה פנימית המוערכת על-ידי מידרוג בסיכון אשראי נמוך (בהשוואה לצמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות), בעיקר בפעילות מול משרדי הממשלה והמגזר הציבורי, בדגש על פיתוח ערוצים ישירים ותכנית "ממשל זמין", פיתוח שירותים דיגיטליים במגזר הפיננסי והתקנת ציוד בדיקה (צב"ד) בתעשייה הביטחונית. במגזר הייעוץ, הגידול מגיע גם-כן מפרויקטים מול משרדי הממשלה ובעיקר משרד החינוך והרחבת הפעילות הלוגיסטית בתחום המשלוחים.

נראות ההכנסות של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני טובה ומבוססת על פיזור גבוה של פרויקטים, ריבוי פרויקטים בעלי מח"מ ארוך יחסית (3-5 שנים) במגזר הייעוץ, ועל מוניטין חיובי וניסיון שצברה החברה במגזר הציבורי שתורם להמשך כניסת פרויקטים חדשים ו/או הארכת פרויקטים קיימים. נראות ההכנסות נתמכת גם בצבר הזמנות משמעותי במגזר הייעוץ עם יחס צבר להכנסות במגזר הייעוץ (על בסיס איחוד יחסי) של כ-1.9-2.4 לאורך השנים 2014-2016. מגזר המחשוב מציג נראות הכנסות נמוכה יותר כנגזר מהמאפיינים הענפיים, אם כי זו עודנה טובה יחסית בשל שיעור גבוה יחסית של הכנסות חוזרות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תוסיף להציג צמיחה גם בטווח הזמן הקצר-בינוני, אם כי בשיעורים מתונים יותר בהשוואה לשנים 2015-2016. זאת, בין היתר, על המשך גידול בפרויקטים דיגיטליים של המגזר הציבורי והמגזר הפיננסי והרחבת פעילות החברה בתחום השירותים הלוגיסטיים. כך, להערכתנו הכנסות החברה יסתכמו בכ-500-515 מיליון ₪ (סכום ההכנסות הנ"ל תואם

לאופן הצגת ההכנסות בביאור המגזרים והינו לפני התאמות להצגת חברות כלולות בשיטת השווי המאזני) ומשקפות צמיחה בשיעור גבוה יחסית (כ-5.0%) במגזר המחשוב לצד צמיחה איטית יותר (כ-3.0%-4.0%) במגזר הייעוץ.

#### **רווחיות נמוכה ביחס לתחום השירותים וביחס לרמת הדירוג**

רווחיות החברה מושפעת לשלילה ממאפייני ההתקשרות עם הלקוחות הממשלתיים הגדולים, ומאופי הפעילות המושתת על תשומות כוח אדם גבוהות. החברה רשמה בשנים 2015-2016 שיפור מסוים ברמת הרווחיות, הגם שזו נותרה נמוכה. השיפור מורכב משיפור במגזר המחשוב שנבע מיישום תכנית התייעלות וכן משיפור המרווחים במגזר הממשלתי (אם כי שיעורי הרווחיות של החברה במגזר המחשוב נותרו נמוכים בהשוואה לקבוצת השוואה) לצד שחיקה ברווחיות מגזר הייעוץ בשל פרויקט משמעותי שהפסיד, השתתפות במכרזי גדולים אשר טרם הניבו הכנסות וירידה בהיקף ההכנסות והרווח של חברת ברעם.

תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תשמור על השיפור ברווחיות מגזר המחשוב, שתנוע סביב 5.5% לצד רווחיות נמוכה יותר במגזר הייעוץ של כ-2.5%-3.0% המשקפת שיפור מסוים בפעילות. המדובר בשיעורי רווחיות אשר אינם הולמים את רמת הדירוג ומייצגים רווחיות סבירה (ובמגמת שיפור) של מגזר המחשוב לצד רווחיות נמוכה שנשחקה לאורך השנים האחרונות במגזר הייעוץ (הגם שתרחיש הבסיס מניח שיפור מסוים בשנת 2017). יצוין, כי בשל היקף הפעילות המוגבל של החברה, רווחיות החברה נתונה לשינוי תמהיל פרויקטים או לביצועים של פרויקט בודד, גורם חשיפה שלילי בדירוג.

#### **איתנות פיננסית גבוהה מפצה על תזרימי מזומנים מוגבלים**

תזרימי המזומנים של החברה מוערכים על-ידי מידרוג כיציבים והולמים את צרכי ההשקעה הזניחים של החברה אולם נמוכים בהיקפם וחשופים, בדומה לרווחיות, לאירועים חד-פעמיים. מקורות החברה מפעילות (FFO), הכוללים גם דיבידנדים מחברות כלולות (אמגון ומרמנת) ינועו בטווח 12-16 מיליון ש"ח, עם סבירות גבוהה יותר להערכתנו לחלק העליון של הטווח האמור. זאת, בהשוואה ל-FFO של כ-9 מיליון ש"ח וכ-13 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2016 ובשנת 2015, בהתאמה. השיפור האמור ביחס לשנת 2015 מבוסס על המשך צמיחה בתחומי הפעילות המרכזיים, לצד שיפור צפוי בביצועי חברת אמגון בע"מ נוכח סיום הוצאות בק"ע מכרז משמעותי וסיום פרויקט שהסב לחברה הפסדים. תזרימי המזומנים התפעוליים של החברה חשופים לתנודתיות מסוימת בהון החוזר התפעולי.

החברה הפגינה מדיניות פיננסית ועסקית שמרנית יחסית לאורך כל השנים האחרונות, ונמנעה מביצוע השקעות במיזוגים ורכישות, מה שהגביל את צמיחתה, כאשר עיקר עודפי המזומנים מהפעילות מנותבים להתנעת פרויקטים חדשים (כפי שבא לידי ביטוי בגידול במחזור ההכנסות לאורך השנים האחרונות) וחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. יחס ההון למאזן של החברה עומד, נכון ליום 30.09.2016, על 61.4%; יחס גבוה המשקף כרית הונית משמעותית לספיגת הספדים. הניהול השמרני מתבטא, כאמור, ביתרות חוב לא מהותיות ובהיעדר צפי לגידול משמעותי בהיקף החוב. מידרוג בחנה גיוס של כ-30 מיליון ש"ח, המוביל, כך בתרחיש הבסיס של מידרוג ליחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA מותאם וחוב פיננסי ברוטו ל-FFO מותאם (שני היחסים כוללים בצד התזרים את הדיבידנדים מחברות הכלולות) של 2.0 ו-2.7, בהתאמה; יחסי כיסוי המצויים בחלק העליון של גבולות הדירוג.

#### **נזילות גבוהה; חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי**

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כטובה נוכח מדיניות החברה לשמור יתרות נזילות בהיקפים משמעותיים ביחס לצרכי החברה, ה עומדת גם אל מול צורכי הון חוזר גבוהים יחסית ותנודתיים. כאמור, לחברה מקורות מפעילות בהיקף יציב (אם כי מוגבל בהיקפו) אולם מדיניות הדיבידנד של החברה (75% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות) מכבידה על תזרים המזומנים החופשי (FCF), המאופיין בתנודתיות גבוהה יחסית נוכח שינויים בהון החוזר. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תמשיך לייצר FCF חיובי נמוך אשר תומך ברמת הנזילות הגבוהה של הקבוצה.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות, תוך שיפור הרווחיות ושמירה על איתנות גבוהה

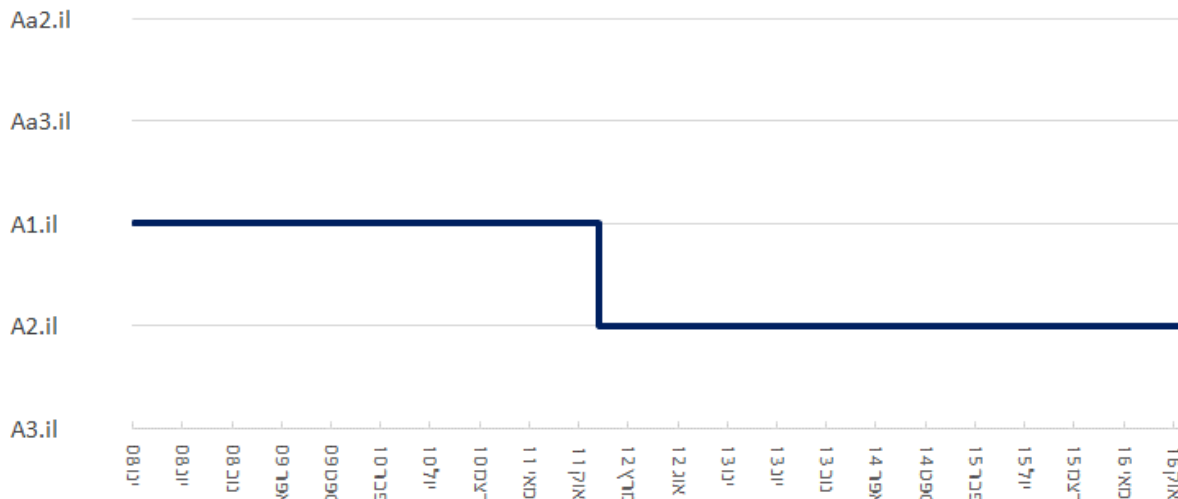
### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת בדירוג:

- שחיקה ברווחיות ובאיתנות הפיננסית של החברות המוחזקות
- עלייה משמעותית ברמת המינוף אשר תשליך על יחסי הכיסוי בצורה משמעותית

## אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ חברה ציבורית פועלת כבית מערכות רב מקצועי, באמצעות חברות מוחזקות שלה, בשני מגזרי פעילות עיקריים: מגזר הייעוץ, ניהול פרויקטים ולוגיסטיקה במסגרתו מספקת החברה שירותי ייעוץ וליווי חברות באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול ויעצים בע"מ (החזקה של 100% מהון המניות), שירותי ניהול פרויקטים בדגש על תחומי הלוגיסטיקה והתפעול באמצעות חברת מרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ (החזקה של 50%), שירותי מיקור חוץ וניהול באמצעות אמגון בע"מ (65% מהמניות, 50% בזכויות הצבעה); מגזר המחשוב והתוכנה במסגרתו מספקת החברה שירותי אפיון ופיתוח תוכנה ומערכות מידע וייעוץ בתחומי המחשוב באמצעות חברת סיסנת תכנה בע"מ (כ-94.4%), שירותי הבטחת איכות תכנה ובדיקות תכנה באמצעות חברת טסנת בדיקות תכנה בע"מ (100%) ושירותי יישום של מערכות ERP. יו"ר הקבוצה הינו מר אברהם אסף ומנכ"ל הקבוצה הינו מר שמואל בר אור.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אמנת ניהול ומערכות בע"מ מעקב נובמבר 2015](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

[זולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

---

## מידע כללי

18.12.2016	תאריך דוח הדירוג:
22.11.2015	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון לדירוג:
08.11.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אמנת ניהול מערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אמנת ניהול מערכות 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 שאלה 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.



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 ולסיכוני 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 סיכונים 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 סיכונים 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 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 לגבי 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 אמין, 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 אמין, 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 ממסודולוגיה 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 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 הייתה 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.