Maalot
S&P Global Ratings

# אפקון החזקות בע"מ

**23 במרץ 2023**

## עדכון דירוג

# הורדת דירוג ל-'ilA-' בעקבות היחלשות הפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה


**אנליסט אשראי ראשי:**

תום דר, 972-3-7539722 tom.dar@spglobal.com

**איש קשר נוסף:**

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com


## תוכן עניינים


תמצית פעולת הדירוג..... 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג..... 2
תחזית הדירוג..... 3
התרחיש השלילי..... 3
התרחיש החיובי..... 3
תיאור החברה..... 3
תרחיש הבסיס..... 4
נזילות..... 4
התניות פיננסיות..... 5
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי..... 5
ניתוח שיקום חוב..... 5
שיקולים עיקריים..... 5
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי..... 5
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון..... 5
התאמות לדירוג..... 6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 6
רשימת דירוגים..... 7

עדכון דירוג

# הורדת דירוג ל-'ilA-' בעקבות היחלשות הפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה

## תמצית פעולת הדירוג

- אפקון החזקות בע"מ ("אפקון" או "החברה") צפויה להציג בשנת 2022 רווחיות נמוכה מהותית מהצפוי בתקציב החברה ובתרחיש הבסיס הקודם שלנו, בעיקר בעקבות חריגה בתוצאות פרויקט מובילאיי בהתאם לכך, אנו צופים כי יחסי הכיסוי של החברה לשנה זו יהיו חלשים משמעותית מהרמה ההולמת את הדירוג הקודם.
- להערכתנו, לאור תמהיל והיקף צבר ההזמנות הנוכחי של החברה, העובדה שפרויקט מובילאיי נמסר בחלקו והשיפור ביתר מגזרי הפעילות, אפקון תציג ב-2023 יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 4x-5x. עם זאת, בהתחשב בתנודתיות ביחסים הפיננסיים של החברה, אנו מעריכים שפרופיל הסיכון הפיננסי נחלש.
- ב-23 במרץ 2023 הורדנו את הדירוג של אפקון החזקות לדירוג 'ilA-' מדירוג 'ilA'. כמו כן הורדנו את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת של החברה (סדרה ד') לדירוג 'ilA-', זהה לדירוג המנפיק.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאפקון תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של עד 5x, אשר הולם לדעתנו את הדירוג הנוכחי. זאת על סמך צבר ההזמנות הנוכחי של החברה והערכתנו כי בתקופה זו לא יחולו אירועים הדומים לאלו שהביאו לחריגה משמעותית ביחסים הפיננסיים, כדוגמת אירוע מובילאיי.

## שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג של אפקון נובעת בעיקרה מהיחלשות הפרופיל הפיננסי בעיקר על רקע החריגה בתוצאות פרויקט מובילאיי. לאור תוצאות פרויקט מובילאיי, רווחיות החברה ב-2022 הייתה נמוכה משמעותית מהצפוי בתקציב החברה ובתרחיש הבסיס הקודם שלנו, ובתרחיש העדכני שלנו אנו מעריכים כי החברה תציג ב-2022 EBITDA מתואם של 20-30 מיליון ₪, לעומת כ-120 מיליון ב-2021. בהתאם לכך צפוי היחס המתואם חוב ל-EBITDA לעלות על 20x, גבוה משמעותית מציפיותינו הקודמות ומהרמה ההולמת את הדירוג. עם זאת, בהתבסס על תמהיל והיקף צבר ההזמנות של החברה, שעמד על כ-3.2 מיליארד ₪ בספטמבר 2022, על העובדה שפרויקט מובילאיי נמצא בשלבי סיום מתקדמים, על זכייתה של החברה במכרז בהיקף של כ-690 מיליון ₪ לתכנון והקמת מערכות חשמל ועל השיפור הצפוי ביתר מגזרי הפעילות, אנו מעריכים כי אפקון תציג EBITDA מתואם של 95-115 מיליון ₪ ויחס מתואם חוב ל-EBITDA של 4x-5x, ההולם את הדירוג הנוכחי.

נציין כי על אף הגידול במחזור הפעילות ובצבר ההזמנות, מרבית תחומי הפעילות של אפקון מחזוריים ופרויקטליים, מה שגורם לתנודתיות בתזרים המזומנים וביחסים הפיננסיים. כך למשל, הן ב-2019 והן ב-2022 הציגה החברה יחס מתואם חוב ל-EBITDA חלש מאוד בהשוואה ל-2020 ו-2021.

הדירוג נתמך בהערכתנו למעמד תחרותי גבוה בשוק האלקטרו-מכניקה ומערכות הבקרה בישראל. עם זאת, הפרופיל העסקי של אפקון מושפע לשלילה מהתחרות העזה השוררת בתחומי הפעילות העיקריים של החברה ומחשיפה לסיכוני אשראי לקוחות, וכן מרווחיות נמוכה מהמקובל לענף, 4%-6%, ללא צפי לשיפור משמעותי בטווח הקצר עד בינוני. אנו סבורים כי אופי התחרות במגזרי הפעילות העיקריים של החברה מגביל את הצמיחה האורגנית שלה בשוק המקומי. אי לכך, אנו מעריכים כי החברה עשויה להמשיך להרחיב את היקף פעילותה בטווח הארוך באמצעות רכישות ומיזוגים קטנים-בינוניים כפי שעשתה בעבר, כדוגמת הרחבת החדירה לתחום האנרגיות המתחדשות.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאפקון תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של עד 5x, אשר הולם לדעתנו את הדירוג הנוכחי. זאת על סמך צבר ההזמנות הנוכחי של החברה והערכתנו כי בתקופה זו לא יחולו אירועים הדומים לאלו שהביאו לחריגה משמעותית ביחסים הפיננסיים, כדוגמת אירוע מובילאיי.

**התרחיש השלילי**

ננקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תעמוד לאורך זמן ביחס שצוין לעיל. תרחיש כזה עשוי לקרות כתוצאה מעיכוב משמעותי בפרויקטים או כתוצאה מעלייה בצורכי ההון החוזר. השקעות ממומנות חוב עשויות אף הן להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

**התרחיש החיובי**

מאידך, נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג לאורך זמן יחס מתואם חוב ל-EBITDA הנמוך משמעותית מ-4x תוך שמירה על נזילות הולמת. תרחיש זה ייתכן אם יחול גידול משמעותי ברווחי צבר ההזמנות של החברה ובבסיס ה-EBITDA שלה, שיפחית את התנודתיות ביחסים הפיננסיים.

## תיאור החברה

אפקון החזקות פועלת בארבעה מגזרים עיקריים: מגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות, במסגרתו היא עוסקת בתחומי הבנייה, ההנדסה האזרחית וייצור, הקמה ותחזוקה של מערכות אלקטרו-מכניות; מגזר פעילות הבקרה והאוטומציה, במסגרתו היא מספקת פתרונות ומוצרים בתחומי הבקרה התעשייתית, בקרת מבנה, גילוי, כיבוי אש, ביטחון ותחזוקת מערכות מתח נמוך מאוד; מגזר פעילות הסחר, במסגרתו היא מייבאת, משווקת ומפיצה בישראל ציוד ורכיבים בתחומי החשמל, הבקרה, התאורה, הזיווד והמכשור; ומגזר התקשורת, במסגרתו היא

עוסקת בתכנון, פיתוח, ייצור, התקנה, שיווק, הפצה, שירות ותחזוקה של מערכות תקשורת אחודות לעסקים. לקראת סוף 2020 הרחיבה החברה את תחום ייזום פרויקטים של אנרגיה מתחדשת באמצעות אפקון אנרגיות מתחדשות הפועלת בעיקר באירופה. כ-63% מהחברה נמצאת בבעלות עתליה שמלצר ואילו היתרה מוחזקת על ידי המוסדיים והציבור.

## תרחיש הבסיס

**תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:**

- הכנסות של כ-2 מיליארד ₪ ב-2023 ו-2024.
- EBITDA מתואם של 95-115 מיליון ₪.
- שיעור EBITDA מתואם של 5%-6% ב-2023-2024.
- הוצאות הוניות שנתיות של כ-45 מיליון בשנה.

**להערכתנו, יחסי המינוף והכיסוי חזויים להיות כדלקמן:**

- יחס מתואם חוב ל-EBITDA של 4x-5x ב-2023 ו-2024.
- יחס FFO (funds from operations) לחוב של 11%-17% ב-2023 וב-2024.

## נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של אפקון כ'הולמת'. אנו מעריכים כי ב-12 החודשים הקרובים היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה ועל הערכתנו לתקבולים שוטפים מתחומי הפעילות השונים. אנו סבורים שלאפקון נגישות הולמת למערכת הבנקאית ולשוק ההון.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2023 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-230 מיליון ₪.
- מסגרות אשראי פנויות חתומות בהיקף של כ-67 מיליון ₪.
- FFO תזרימי בהיקף של לפחות כ-40 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום אשראי לזמן קצר וחלויות חוב של כ-177 מיליון ₪.
- הוצאות הוניות של כ-45 מיליון ₪.

## התניות פיננסיות

לחברה התניות פיננסיות כלפי הבנקים וכלפי מחזיקי איגרות החוב. ההתניות כלפי בעלי האג"ח כוללות שמירה על הון עצמי מינימלי וכשיעור מהמאזן. כתוצאה מהגידול בעלויות פרויקט מובילאיי, אפקון לא עמדה ביחס כיסוי החוב כלפי הבנקים וקיבלה את הסכמתם שלצורך חישוב יחס זה, הוא לא יכלול את תוצאות הרבעון השלישי של 2022, עד אשר תסתיים השפעתו. נכון ל-30 בספטמבר 2022, החברה עומדת בכל התניותיה כלפי בעלי האג"ח.

## גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

**אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי: E-2, S-2, G-2**

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת אפקון החזקות בע"מ.

## ניתוח שיקום חוב

**שיקולים עיקריים**

- אנו מורידים את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת של אפקון (סדרה ד'),לדירוג 'ilA-', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '3' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.

**הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי**

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- הביקוש למוצרי החברה ושירותיה יפחת כתוצאה מתנאים כלכליים שיביאו להקטנת ההשקעות בתשתיות. כתוצאה מכך יופעל לחץ שלילי על תזרים המזומנים והנזילות של החברה, כך שלא תוכל לעמוד בתשלומי שירות החוב ובצורכי ההון החוזר שלה.
- אנו מעריכים כי החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת בפעילותה רבת השנים בתחומי הפרויקטים למבנים ותשתיות.
- אנו סבורים כי בתהליך ההתדרדרות של החברה היא תמחזר חלק מהחוב ותשתמש ב-85% ממסגרות האשראי המובטחות.

**מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון**

- EBITDA במועד היציאה מכשל הפירעון: כ-71 מיליון ₪
- מכפיל EBITDA ענפי: 5.0x
- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי מכפיל EBITDA: כ-355 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-337 מיליון ₪

- סך חוב מובטח: כ-214 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-123 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח: כ-210 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב לא מובטח: 70%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 3

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

**השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק**

| הערכת שיקום חוב באחוזים | תיאור | ציון הערכת שיקום חוב | דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק |
|---|---|---|---|
| 100% | צפי להחזר מלא | 1+ | 3+ נוצ'ים |
| 100%-90% | שיקום חוב גבוה מאד | 1 | 2+ נוצ'ים |
| 90%-70% | שיקום חוב גבוה | 2 | 1+ נוץ' |
| 70%-50% | שיקום חוב משמעותי | 3 | 0 נוצ'ים |
| 50%-30% | שיקום חוב ממוצע | 4 | 0 נוצ'ים |
| 30%-10% | שיקום חוב צנוע | 5 | 1- נוץ' |
| 10%-0% | שיקום חוב זניח | 6 | 2- נוצ'ים |

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

## רשימת דירוגים

| אפקון החזקות בעמ | דירוג | תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה | תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג |
|---|---|---|---|
| **דירוג(י) המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | ilA-\Stable | 12/04/2010 | 10/07/2022 |
| **דירוג(י) הנפקה** | | | |
| חוב בכיר בלתי מובטח | | | |
| סדרה ד | ilA- | 23/07/2020 | 10/07/2022 |
| **היסטוריית דירוג המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | | | |
| מרץ 23, 2023 | ilA-\Stable | | |
| יולי 04, 2021 | ilA\Stable | | |
| יוני 03, 2015 | ilA-\Stable | | |
| מאי 07, 2014 | ilBBB+\Stable | | |
| אפריל 22, 2013 | ilBBB\Positive | | |
| אוקטובר 11, 2012 | ilBBB\Negative | | |
| אפריל 12, 2010 | ilA-\Stable | | |
| **פרטים נוספים** | | | |
| זמן בו התרחש האירוע | 10:09 23/03/2023 | | |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 10:09 23/03/2023 | | |
| יוזם הדירוג | החברה המדורגת | | |

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.