Maalot
S&P Global Ratings

חילן בע"מ

.....

16 בדצמבר, 2018

אנליסט אשראי ראשי:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

איש קשר נוסף:

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג.....2
תחזית הדירוג: יציבה 2
תרחיש הבסיס.....2
הנחות עיקריות 3
יחסים עיקריים 3
תיאור פעילות החברה 3
הפרופיל העסקי.....4
הפרופיל הפיננסי 4
נזילות: הולמת 6
חלויות חוב 6
ניתוח התניות.....6
התאמות לדירוג.....6
התאמות לדיווח הכספי 7
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....8

חילן בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA-/Stable

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
• מעמד מוביל בתחום שירותי השכר, מערכות הנוכחות ומשאבי אנוש בישראל. • מעמד תחרותי גבוה בתחום פתרונות ושירותי תוכנה בישראל. • חשיפה לתחום ה-IT המאופיין בתנודתיות ובתחרותיות גבוהה. • היעדר פיזור גיאוגרפי בינלאומי והיקף הכנסות נמוך בהשוואה למתחרות בינלאומיות.	• מבנה הון חזק הנתמך בשיעורי מינוף נמוכים היסטורית. • יכולת טובה בביצוע רכישות ומיזוג פעילותן לחברה. • היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת, המקטין את יכולת החיזוי שלנו לגבי השימוש בתזרימי המזומנים העתידיים.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור חילן על מעמדה התחרותי ותמשיך לייצר תזרימי מזומנים חופשיים מהותיים, תוך שמירה על רמת נזילות הולמת. אנו רואים יחס חוב ל-EBITDA מתואם נמוך מ-2.0x לאורך זמן כתואם את הדירוג הנוכחי.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם מינוף החברה, כפי שמשתקף ביחס החוב ל-EBITDA המתואם, יעלה על 2.0x לאורך זמן. עלייה כזו עשויה, להערכתנו, לנבוע ממיתון בשוק המקומי שיביא לירידה בהיקף ההשקעות במערכות IT, או מהחלת מדיניות דיבידנד אגרסיבית יותר מזו הנוכחית או מדיניות רכישות אגרסיבית. כמו כן, נפעל להורדת הדירוג אם רמת הנזילות של החברה תרד מ'הולמת' על פי הקריטריונים שלנו.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם ניווכח בשיפור משמעותי בפרופיל הסיכון העסקי, תוך הקטנת התלות בשוק הישראלי ושמירה על מעמד החברה כמובילת שוק בתחום שירותי השכר וה-IT, בהיעדר ביצוע רכישות אגרסיביות ממומנות בחוב ולצד שמירה על יחס חוב ל-EBITDA מתואם נמוך מ-1.5x.

תרחיש הבסיס

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי חילן תשמור בטווח הבינוני על רמת מינוף נמוכה התואמת את הדירוג הנוכחי. זאת בהתבסס על קצב ייצור תזרים מזומנים של החברה הנתמך על ידי מעמד תחרותי מוביל בתחום השכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש בישראל המאופיין ברווחיות גבוהה יחסית, ונוכח פרופיל פירעון החוב (לפי לוח הסילוקין).

הנחות עיקריות

- רווחיות כוללת של כ-14%-15% בשנים 2018-2019 לעומת 15%-16% בשנים 2016-2017, על רקע הגידול בפעילות ה-IT המאופיינת ברווחיות נמוכה יותר בהשוואה לפעילות השכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש.
- צמיחה בהכנסות של כ-5% בתחום השכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש, עם רווחיות של כ-30%-32%.
- EBITDA שנתי של כ-80-85 מיליון ₪ מתחום ה-IT בשנים 2018-2019.
- דיבידנד שנתי בהיקף של כ-45 מיליון ₪, בדומה לדיבידנד שחולק ב-2017.
- תרחיש הבסיס אינו כולל אפשרות לרכישת חברה אסטרטגית. יחד עם זאת, לא ניכינו מזומן מהחוב בשל הערכתנו כי תיתכן רכישה של חברה אסטרטגית תוך שימוש ביתרות המזומן.

יחסים עיקריים

	2017A	2018E	2019E
שיעור EBITDA	15.2%	14%-15%	14%-15%
חוב/EBITDA	1.2x	כ-1.0x	כ-1.0x
חוב/FFO	67%	מעל 60%	מעל 60%

A-בפועל. E-צפוי

יחסי המינוף והכיסוי כוללים התאמה בגין ליסינג תפעולי לטווח ארוך, המגדילה את החוב, ה-EBITDA והוצאות המימון לשנת 2017 בכ-123 מיליון ₪, כ-50 מיליון ₪ ו-כ-9 מיליון ₪, בהתאמה.

תיאור פעילות החברה

חילן בע"מ היא חברה ציבורית העוסקת בארבעה תחומי פעילות: שירותי שכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש ("תחום השכר"); פתרונות עסקיים ופרויקטים (באמצעות חברת נס); שיווק מוצרי תוכנה (באמצעות החברות נס ו-SP Data); ותשתיות מחשוב (באמצעות חברת ווי אנקור). לצורך ניתוח החברה, אנו מקבצים את שלושת התחומים האחרונים לתחום פעילות אחד, IT. במסגרת תחום שירותי השכר, החברה פועלת במתן שירותי שכר, נוכחות ומשאבי אנוש, הן כלשכת שירות והן באמצעות שיווק תוכנות מדף המותקנות במשרדי הלקוח. במסגרת תחום ה-IT, החברה פועלת לשיווק ומכירת פתרונות, מוצרי ותשתיות IT.

בתשעת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר, 2018, היווה תחום השכר כ-17% מהכנסות החברה וכ-55% מסך הרווח התפעולי, ואילו תחום ה-IT היווה כ-83% מסך ההכנסות וכ-45% מן הרווח התפעולי.

בעל המניות העיקרי של החברה הוא מר אבי באום, המחזיק כ-33% ממניותיה ומכהן כיו"ר דירקטוריון פעיל. היתרה מוחזקת בידי משקיעים מוסדיים והציבור.

הפרופיל העסקי

מעמד תחרותי גבוה בתחום השכר המתאפיין ביציבות, פעילות IT תנודתית

פרופיל הסיכון העסקי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- מעמד תחרותי מוביל בשוק שירותי השכר, מערכות הנוכחות ומשאבי האנוש בישראל, עם נתח שוק של כ-30%. נציין כי מעמד זה מתבטא ברווחיות גבוהה יחסית – שיעור הרווח התפעולי של החברה בתחום השכר עמד בשלוש השנים האחרונות על כ-31%.
- רמת סיכון נמוכה בשוק שירותי שכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש בישראל. שוק זה מאופיין בחסמי כניסה גבוהים בשל מאפייני נאמנות לקוח שבאים לידי ביטוי בשיעור נטישה נמוך של לקוחות החברה.
- מעמד תחרותי גבוה בתחום ה-IT בשוק הישראלי (בעקבות רכישת נס), עם נתח שוק מוערך של כ-15%.
- יכולת טובה בביצוע רכישות אסטרטגיות ומיזוגן לפעילות החברה תוך יצירת סינרגיה בין הפעילויות השונות ומינוף בסיס הלקוחות הקיים של החברה. נציין כי הרכישות בוצעו בעיקר בשוק ה-IT המקומי (S.P data , נס, We Ankor, דנאל פתרונות תוכנה בע"מ, סאלטו יזמות ומסחר בע"מ ו-CloudingNow).

גורמי תמיכה אלו מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי הגורמים הבאים:

- סיכון בינוני-גבוה של תחום ה-IT, כפועל יוצא של ריבוי שחקנים, תחרות מבוססת מחירים, תנודתיות בביקוש ורווחיות נמוכה יחסית.
- השפעה רבה של תקציבי IT של ארגונים על הביקוש. נכונותן של חברות לבצע השקעות בתחום ה-IT תלויה בין היתר ברמת הוודאות הקיימת לגבי הסביבה המקרו כלכלית, ותקופות של חוסר ודאות עלולות ליצור לחץ על רמת ההכנסות והרווחיות בתחום.
- היעדר פיזור גיאוגרפי בהשוואה לחברות גלובליות הפועלות בתחומים דומים.

בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר, 2018, ייצר תחום השכר לחילן EBITDA של כ-66 מיליון ₪ ותחום ה-IT ייצר EBITDA של כ-54 מיליון ₪. הרווחיות של חילן בתחום השכר גבוהה מהממוצע של חברות גלובליות הפועלות בתחומים דומים, ובתחום ה-IT היא נמוכה מהממוצע של חברות גלובליות הפועלות בתחום. שיעור ה-EBITDA (הלא מתואם) בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר, 2018, בתחומי השכר וה-IT עומדים על כ-32% וכ-6%, בהתאמה, בדומה לתקופה מקבילה אשתקד. שיעור ה-EBITDA המשוקלל (הלא מתואם) לשנת 2018 צפוי להערכתנו לעמוד על כ-11%, בדומה לשנת 2017 (11.5%).

הפרופיל הפיננסי

מינוף ההולם את הדירוג הנוכחי והיעדר מדיניות פיננסית מוצהרת

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- מבנה הון חזק וייצור תזרימי מזומנים חיוביים לשירות החוב.
- לוח סילוקין שטוח.

- מדיניות ניהול נזילות שמרנית, לדעתנו, המתבטאת בשמירה על יתרות מזומנים גבוהות יחסית ועל מסגרות אשראי חתומות התומכת בגמישות הפיננסית.
- שמירה על יחס כיסוי חוב התואם את רמת הדירוג הנוכחית ואת קבוצת ההשוואה. ב-2017 עמד היחס המתואם חוב ל-EBITDA על כ-1.2x, והוא צפוי להערכתנו להישאר סביב 1.0x בשנתיים הקרובות, בהתאם לתרחיש הבסיס.

גורמי תמיכה אלו מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי הגורמים הבאים:

- היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת, לרבות מדיניות דיבידנד או שמירה על רמת מינוף. למרות שהחברה שומרת היסטורית על רמות מינוף נמוכות, היעדר מדיניות מינוף מוצהרת מקטין את יכולת החיזוי שלנו לגבי השימוש בתזרימי המזומנים העתידיים.
- אפשרות לרכישות אסטרטגיות משמעותיות תוך ניצול יתרות המזומן של החברה והרעת יחסי הכיסוי שלה.

Table 1.

Hilan Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Professional Services

	2017	2016	2015	2014	2013
Revenues	1,344.2	1,237.5	1,167.9	520.1	420.4
EBITDA	204.9	193.6	173.7	116.0	90.8
Funds from operations (FFO)	160.5	150.4	142.1	88.4	68.3
Net income from continuing operations	100.2	84.2	67.8	53.9	48.5
Cash flow from operations	161.5	147.1	146.4	120.4	69.4
Capital expenditures	7.6	7.4	10.4	8.5	6.4
Free operating cash flow	153.9	139.7	135.9	111.9	62.9
Discretionary cash flow	103.4	98.9	99.2	88.8	26.6
Cash and short-term investments	98.3	66.2	96.1	66.9	0.0
Debt	239.3	260.3	223.4	257.7	78.4
Equity	297.0	247.5	196.6	166.4	139.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	15.2	15.6	14.9	22.3	21.6
EBITDA interest coverage (x)	15.3	13.4	10.4	10.9	13.3
Debt/EBITDA (x)	1.2	1.3	1.3	2.2	0.9
FFO/debt (%)	67.0	57.8	63.6	34.3	87.2
Cash flow from operations/debt (%)	67.5	56.5	65.5	46.7	88.5
Free operating cash flow/debt (%)	64.3	53.7	60.9	43.4	80.3
Discretionary cash flow/debt (%)	43.2	38.0	44.4	34.5	34.0

נזילות: הולמת

ייצור תזרימי מזומנים חיוביים לאורך זמן ומסגרות אשראי פנויות

בהתאם למתודולוגיה שלנו, רמת הנזילות של חילן היא הולמת. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות לשימושים של החברה יעלה על 1.5x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר, 2018. הערכה זו מתבססת על היקף המזומן בקופה, מסגרות אשראי חתומות פנויות ויכולת ייצור תזרימי מזומנים של החברה לעומת צורכי מזומנים הכוללים תשלום חלויות, השקעות הוניות וחלוקת דיבידנדים. להערכתנו, המקורות והשימושים העיקריים העומדים לרשות החברה ב-12 חודשים שהחלו ב-1 באוקטובר, 2018, הם כדלקמן:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסים סחירים בהיקף של כ-62 מיליון ₪. • מסגרות אשראי פנויות וחתומות בהיקף של 30 מיליון ₪ • תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-125-130 מיליון ₪	• חלויות חוב ז"א של כ-65 מיליון ₪. • השקעות הוניות לשמירה על הקיים בהיקף של כ-13 מיליון ₪. • דיבידנד בהיקף של כ-22.5 מיליון ₪ (חולק באוקטובר).

חלויות חוב

(מיליון ₪)	1.10.2018-30.9.2019	1.10.2019-30.9.2020	1.10.2020-30.9.2021	1.10.2021-30.9.2022	1.10.2021 ואילך
חלויות	כ-65	כ-57	כ-30	כ-30	כ-21

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר, 2018, לחברה מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות מול המערכת הבנקאית. התניות אלה כוללות דרישת הון עצמי מינימלי של 75 מיליון ₪; חוב פיננסי נטו ל-EBITDA שלא יעלה על 3.0x; ויחס חוב פיננסי נטו להון עצמי שלא יעלה על 2.0x. אנו צופים כי החברה תמשיך לשמור על מרווח הולם מהתניותיה הפיננסיות בטווח הבינוני.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: שלילי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. ההתאמה העיקרית לנתונים המאוחדים של חילן בע"מ לשנת 2017 היא היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח.

Table 2.

Reconciliation Of Hilan Ltd. Reported Amounts With S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. NIS)

Hilan Ltd. reported amounts

	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	116.1	154.1	133.3	14.9	154.1	120.6
S&P Global Ratings adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	(14.9)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	1.6	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	(32.6)	--
Operating leases	123.2	49.8	8.9	8.9	40.9	40.9
Share-based compensation expense	--	1.1	--	--	1.1	--
Non-operating income (expense)	--	--	10.7	--	--	--
Interest expense - Other	--	--	--	(10.4)	10.4	--
Total adjustments	**123.2**	**50.8**	**19.6**	**(1.5)**	**6.4**	**40.9**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	239.3	204.9	152.8	13.4	160.5	161.5

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הטכנולוגיה, תוכנה ושירותים טכנולוגים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף השירותים העסקיים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-16 בדצמבר, 2018)

חילן בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA-\Stable
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
אוקטובר 22, 2013	ilAA-\Stable
נובמבר 04, 2012	ilA+\Positive
מאי 07, 2007	ilA+\Stable
מאי 15, 2006	ilA+
אוקטובר 01, 2003	ilA
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	12:59 16/12/2018
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:59 16/12/2018
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. 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 כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.