Maalot
S&P Global Ratings

חילן בע"מ

5 בדצמבר, 2017

אנליסט אשראי ראשי:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

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

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש הבסיס

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

ניתוח התניות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

חילן בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA-/Stable

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
• מובילת שוק בתחום שירותי השכר, מערכות הנוכחות ומשאבי האנוש 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. • רמת נזילות הולמת. • יכולת טובה בביצוע רכישות ומיזוג פעילותן לחברה. • היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שחילן תשמור על מעמדה התחרותי ותמשיך לייצר תזרימי מזומנים חופשיים מהותיים, תוך שמירה על רמת נזילות הולמת לפחות על פי הקריטריונים שלנו. 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, להיות בין היתר תולדה של מיתון בשוק המקומי שיביא לירידה בהיקף ההשקעות במערכות IT, או של החלת 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 פרופיל הסיכון העסקי, בדגש על שיפור מעמדה בתחום ה-IT והקטנת התלות במשק הישראלי. זאת 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 החברה תשמור בטווח הבינוני על רמת מינוף נמוכה התואמת את הדירוג. זאת בהתבסס על הערכתנו לתרומת פעילות מגזר השכר הודות לשירותים בתחום התפעול הפנסיוני ולפעילות הנרכשת של דנאל פתרונות תוכנה מתקדמים בע"מ ל-EBITDA ולייצור תזרימי המזומנים של חילן המאוחדת, ונוכח פירעון החוב (לפי לוח סילוקין).

הנחות עיקריות	יחסים עיקריים*			
• החברה תשמור על רמת רווחיות כוללת של כ-16% על רקע הגידול בפעילות ה-IT (בעקבות המשך הסינרגיה עם נס) שמאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית.		2016A	2017E	2018E
• תחום שירותי השכר, הנוכחות ומשאבי האנוש יציג ב-2017 וב-2018 תוצאות דומות יחסית לאלו שהושגו בשנת 2016, עם שיעורי רווחיות דומים.	שיעור EBITDA	15.6%	16%	**16%**
• תחום ה-IT (לרבות נס ישראל, דנאל ופעילות שיווק מוצרי תוכנה) ייצר ב-2016-2017 EBITDA בהיקף של כ-75-80 מיליון ₪ בשנה.	חוב/EBITDA	1.3X	1.5X-1.0X	1.5X-1.0X
• חלוקת דיבידנד שנתי של כ-45 מיליון ₪ מ-2017 ואילך.	חוב/FFO	57.8%	60%<	60%<
• תרחיש הבסיס אינו כולל אפשרות לרכישת חברה אסטרטגית. יחד עם זאת, לא ניכינו מזומן מהחוב בשל הערכתנו כי תיתכן רכישה שכזו שתבוצע תוך שימוש ביתרות מזומן.	A-בפועל. E-צפוי.			
	*יחסי המינוף והכיסוי כוללים התאמה בגין ליסינג תפעולי לטווח ארוך, המגדילה את החוב, ה-EBITDA והוצאות המימון לשנת 2016 בכ-130 מיליון ₪, 52 מיליון ₪ ו-9 מיליון ₪, בהתאמה.			

תיאור פעילות החברה

חילן בע"מ היא חברה ציבורית העוסקת בארבעה תחומי פעילות: שירותי שכר, מערכות נוכחות ומשאבי אנוש; 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, 2017, היווה תחום השכר כ-17% מהכנסות החברה וכ-56% מסך הרווח התפעולי, ואילו תחום ה-IT היווה כ-83% מסך ההכנסות וכ-44% מן הרווח התפעולי.

בעל המניות העיקרי של החברה הוא מר אבי באום, המחזיק כ-39% 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 בשיעורי נטישת לקוחות נמוכים ובשיעורי רווח גבוהים יחסית – שיעור הרווח התפעולי של החברה בתחום השכר עמד בשלוש השנים האחרונות על כ-31%.

- מעמד תחרותי גבוה בתחום ה-IT בשוק הישראלי (בעקבות רכישת נס), עם נתח שוק מוערך של כ-15%.
- רמת סיכון נמוכה בתחום מתן 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.
- 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 , Ness, We Ankor, דנאל פתרונות תוכנה בע"מ וסאלטו יזמות ומסחר בע"מ).

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 בביקושים ורווחיות נמוכה יחסית.
- ביקושים המושפעים מהיקף תקציבי ה-IT של ארגונים. 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, 2017, ייצר תחום השכר לחילן EBITDA של כ-58 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. שיעורי ה-EBITDA (הלא מתואם) להכנסות לתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר, 2017, בתחומי השכר וה-IT עומדים על כ-32% וכ-6%, בהתאמה. שיעור ה-EBITDA המשוקלל (הלא מתואם) לשנת 2017 צפוי להערכתנו לעמוד על כ-11.5%, בדומה לשנת 2016 (11.3%).

הפרופיל הפיננסי

רמת מינוף ההולמת 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 של החברה.
- רמת מינוף נמוכה כמתבטא בשמירה על יחס כיסוי חוב התואם את רמת הדירוג הנוכחית ואת קבוצת ההשוואה. ב-2016 עמד היחס המתואם חוב ל-EBITDA על כ-1.3x, והוא צפוי להערכתנו להיוותר בטווח של 1.5x-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

Industry Sector: Professional Services

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
(Mil. NIS)	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012**
Revenues	1,237.5	1,167.9	520.1	420.4	390.5
EBITDA	193.6	173.7	116.0	90.8	91.3
Funds from operations (FFO)	150.4	142.1	88.4	68.3	68.0
Net income from continuing operations	84.2	67.8	53.9	48.5	45.4
Cash flow from operations	147.1	146.4	120.4	69.4	73.3
Capital expenditures	7.4	10.4	8.5	6.4	14.8
Free operating cash flow	139.7	135.9	111.9	62.9	58.4
Discretionary cash flow	98.9	99.2	88.8	26.6	23.7
Cash and short-term investments	66.2	96.1	66.9	0.0	33.2
Debt	260.3	223.4	257.7	78.4	93.5
Equity	247.5	196.6	166.4	139.9	126.6
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	6.0	124.5	23.7	7.7	8.0
EBITDA margin (%)	15.6	14.9	22.3	21.6	23.4
EBITDA interest coverage (x)	13.4	10.4	10.9	13.3	11.6
Debt/EBITDA (x)	1.3	1.3	2.2	0.9	1.0
FFO/debt (%)	57.8	63.6	34.3	87.2	72.7
Cash flow from operations/debt (%)	56.5	65.5	46.7	88.5	78.3
Free operating cash flow/debt (%)	53.7	60.9	43.4	80.3	62.4
Discretionary cash flow/debt (%)	38.0	44.4	34.5	34.0	25.4

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, 2017. 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. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 חודשים שהחלו ב-1 באוקטובר, 2017, הם כדלקמן:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-34 מיליון ₪; • מסגרת אשראי בנקאי פנויה בהיקף של 60 מיליון ₪; • תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-127 מיליון ₪.	• חלויות חוב ז"א של כ-22 מיליון ₪; • צורכי הון חוזר בהיקף של כ-2.5 מיליון ₪; • השקעות הוניות לשמירה על הקיים בהיקף של כ-13 מיליון ₪; • דיבידנד בהיקף של כ-45 מיליון ₪.

חילן בע"מ – חלויות חוב

(מיליון ₪)	2017	2018	2019	2020	2021 ואילך
חלויות	22	22	22	22	43

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר, 2017, 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. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של חילן בע"מ לשנת 2016:

- 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)

	--Fiscal year ended Dec. 31, 2016--					
	Debt	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	130.1	139.9	118.3	5.2	139.9	103.9
S&P Global Ratings adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	(5.2)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	0.2	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	(29.0)	--
Operating leases	130.2	52.4	9.3	9.3	43.1	43.1
Share-based compensation expense	--	1.3	--	--	1.3	--
Non-operating income (expense)	--	--	1.1	--	--	--
EBITDA - Other	--	(0.0)	(0.0)	--	(0.0)	--
Total adjustments	130.2	53.6	10.3	9.3	10.5	43.1
S&P Global Ratings adjusted						
	Debt	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	260.3	193.6	128.6	14.4	150.4	147.1

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- סולמות דירוג והגדרות: 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 טכנולוגיים, 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 - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- סולמות דירוג והגדרות: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 14 באוגוסט, 2017
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 26 ביוני, 2017
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-5 בדצמבר, 2017)	
חילן בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	ilAA-\Stable
דירוג(י) הנפקה	
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקומי - 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	08:28 05/12/2017
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	08:28 05/12/2017
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.

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.