

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

מעקב | דצמבר 2020

אנשי קשר:

עדי ברנע

אנליסטית - מערכת דירוג ראשית

Adi.b@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

i.sigal@midroog.co.il

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il למנפיק ולאגרות חוב (סדרות א' ו-ג') שהנפיקה פורמולה מערכות (1985) בע"מ (להלן: "פורמולה מערכות" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א' *	2560142	Aa3.il	יציב	02.07.2024
ג' *	2560209	Aa3.il	יציב	01.12.2026

* אג"ח סדרה א' מגובות בשעבוד 4,128,865 מניות מטריקס, 1,260,266 מניות סאפיינס ו-5,825,681 מניות מג"ק.
* אג"ח סדרה ג' מגובות בשעבוד 6,031,761 מניות מטריקס, 2,957,590 מניות סאפיינס ו-2,411,474 מניות מג"ק.

שיקולים עיקריים לדירוג

פורמולה מאופיינת על ידי מידרוג כחברת אחזקות בהתבסס על היותה בעלת מספר אחזקות ליבה בתחומים משיקים בענף טכנולוגיות המידע, המאופיינות על ידי מידרוג בניהול אסטרטגי ופיננסי עצמאי, סינרגיה עסקית מועטה והיעדר זיקה מימונית בין החברות המוחזקות, ובין לבין החברה. בהתאם לכך, הערכת סיכון האשראי של פורמולה התבססה על המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, ומיצובה הפיננסי נבחן בעיקר על בסיס נתונים פיננסיים סולו.

לחברה פורטפוליו אחזקות המוערך על ידי מידרוג בסיכון אשראי מתון. כ-36% משווי השוק¹ של אחזקות החברה נובע מהאחזקה במניות מטריקס אי.טי בע"מ ("מטריקס", Aa3.il), שיעור אחזקה 49.3%², המתמחה במתן שירותים בתחום טכנולוגיות המידע (Information Technology – IT) בשוק המקומי בעיקר בסקטור הפיננסי, ואחראית למחצית הדיבידנדים המתקבלים בחברה.

סאפיינס אינטרנשיונל קורפוריישן N.V ("סאפיינס", שיעור אחזקה 43.97%) מתמחה בפיתוח ושיווק של מערכות ליבה לחברות ביטוח בארה"ב, בריטניה וישראל, ומהווה כ-36% משווי תיק החברה ובממוצע כ-14% מהדיבידנדים בשלוש השנים האחרונות. מג"ק תעשיות תכנה בע"מ ("מג"ק", שיעור אחזקה 45.53%) עוסקת בפיתוח כלים לאינטגרציית מערכות תוכנה ולפיתוח אפליקציות אירגוניות וכן במתן שירותי תוכנה, ומהווה כ-18% משווי תיק האחזקות של החברה וכ-20% מהדיבידנדים בשלוש שנים האחרונות.

ריכוזיות התיק בענף טכנולוגיות המידע מהווה גורם שלילי בסיכון האשראי של החברה, נוכח חשיפה לגורמי סיכון משותפים כגון מחזוריות כלכלית, ובפרט השקעות של ארגונים עסקיים וכן חשיפה לתמורות טכנולוגיות. פיזור התיק על פני שלוש חברות בתחומים שונים של שירותי תוכנה ופיזור גיאוגרפי מהווים גורם ממתן סיכון. איכות פורטפוליו המוחזקות של החברה נשענת על חברות טכנולוגיה בוגרות ומבוססות אשר מציגות יציבות תפעולית, רווחיות מתמשכת, חלוקת דיבידנדים עקבית לאורך זמן, זאת לצד הנהלות ותיקות ומנוסות. אלו מהווים גורם חיובי בבחינת אסטרטגיית ההשקעות של החברה. מיזוגים ורכישות הנם בליבת הפעילות של הקבוצה ומידרוג מניחה כי הקבוצה תמשיך במדיניות רכישת חברות טכנולוגיות מידע מבוססות, בעלות רווחיות תפעולית מוכחת המתאימות לפרופיל הסיכון הקיים של הקבוצה. ככל שיתבצעו רכישות בהיקף משמעותי מעבר להיקפים אשר נלקחו במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אלו ייבחנו באופן פרטני על ידי מידרוג. לחברה סיכון אינהרנטי בהיותה חברת אחזקה הנשענת על דיבידנדים מהחברות המוחזקות לצורך שירות התחייבויותיה, וחשופה לאורך זמן לשווי השוק של אחזקות אלו. המדיניות הפיננסית של החברה לניהול הנזילות, חלוקת הרווחים ומידת המינוף משככים סיכון זה במידת מה.

¹ שווי השוק של האחזקות הינו ממוצע 30 יום עד ליום 20.12.2020

² שיעורי האחזקה בחברות הבנות ליום 20.12.2020.

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנות התחזית 2021-2022 מניח קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות בטווח של כ- 34 מיליון דולר בשנת 2020 וכ- 40 מיליון דולר בשנת 2021 (כ- 31 מיליון דולר ממוצע בשנים 2018-2020), הגידול נובע בעיקרו מהמשך מגמת הצמיחה בתזרימים מהמוחזקות בדומה לשנים 2018-2019 וכן מהאחזקות פרטיות של החברה אשר נרכשו בשנים האחרונות ומתחילות להניב דיבידנדים לקבוצה. תרחיש זה גוזר יחס כיסוי ריבית (ICR) בטווח שבין 6.5-7.5 בשנים אלו, יחס ICR של החברה בולט לטובה לרמת הדירוג ונובע מרמת המינוף המתונה של החברה. יחס שירות החוב כולל יתרות מזומנים (DSCR+CASH) ליום ה- 31.12.2020 צפוי לעמוד על כ- 3.2, ובשנת 2021 צפוי להשתפר ולעמוד על כ- 4.9 לאור הגידול הצפוי בדיבידנדים ממוחזקות והקיטון בפירעונות בשל סיום פירעון הלוואה מוסדית בתחילת 2020. נציין כי יחס זה מושפע לחיוב מיתרות נזילות גבוהות שבידי החברה, ועשוי להיות תנודתי כתלות בהיקף הרכישות על ידי החברה. טווח התחזית של מידרוג מביא בחשבון כי החברה תשקיע במיזוגים ורכישות בהיקף משמעותי שימומנו מתוך המזומנים שבקופתה וכן באמצעות לקיחת חוב החל משנת 2021. בשנת 2022 לאור הנחתנו לגידול בחוב הפיננסי, יחס זה צפוי לעמוד על כ- 1.9.

רמת המינוף (LTV) של החברה כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי ברוטו לבין שווי השוק של אחזקותיה בולטת לטובה ביחס לדירוג ועומדת על כ- 7% על בסיס שווי השוק הממוצע ל-12 החודשים האחרונים של האחזקות הציבוריות של החברה עד בסמוך למועד דוח זה (שיעור המינוף על בסיס 30 ימי מסחר אחרונים שבסמוך למועד דוח זה הינה דומה) ושווי הספרים של האחזקות הפרטיות. רמת המינוף של החברה הושפעה לחיוב מפירעון אגרות החוב למול עלייה בממוצע שווי שלוש האחזקות הציבוריות של החברה במהלך שנת 2020. הדירוג מביא בחשבון כי ריכוזיות אחזקות החברה בתחום טכנולוגיית המידע חושפת את שווי השוק של התיק לתנודתיות חדה ועל כן מידרוג בחנה תרחיש רגישות באשר לשווי השוק של החברות המוחזקות. בנוסף, אנו מביאים בחשבון כי החברה עשויה להגדיל את החוב הפיננסי בטווח הקצר לצורך השקעה במיזוגים ורכישות כנזכר לעיל. לאור זאת, אנו מביאים בחשבון כי יחס המינוף של החברה עשוי לנוע בטווח של 13%-15%.

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ- 4,218 מיליון שקל על בסיס מחירי שוק ב-30 הימים בסמוך למועד דוח זה (נציין כי כ-75% משווי האחזקות הסחירות פנוי משעבוד). החברה עומדת במרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לה. תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג ל-4 הרבעונים הקרובים החל מ-31.12.2020 גוזר יחס מקורות לשימושים גבוה של כ- 1.1, כדלקמן: מקורות עיקריים - יתרת נזילות של כ- 51 מיליון דולר ותקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ- 40 מיליון דולר; שימושים עיקריים - הוצאות מטה ומימון בסך של עד 9 מיליון דולר, פירעונות אג"ח בסך כ- 20 מיליון דולר וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ- 18 מיליון דולר. כמו כן מידרוג הניחה תרחיש השקעות ברכישת חברות ובחברות קיימות בהיקף של עד כ- 100 מיליון דולר לשנה שימומן בחלקו באמצעות גיוס חוב בהיקף של עד כ- 70 מיליון דולר.

שיקולים נוספים

אגרות החוב (סדרות א' ו-ג') שהחברה הנפיקה מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות מטריקס, סאפיינס ומג'יק שמחזיקה החברה. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב ביחס לדירוג החוב הבכיר שאינו מובטח וזאת לנוכח הערכת מידרוג להלימה גבוהה בין סיכון האשראי של החברה לבין שווי הבטוחות ונוכח התנודתיות הגבוהה בשווי הבטוחות לאורך זמן וכן בהתחשב גם ברמת הדירוג של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג כי החברה תמשיך ותשמור על רמת מינוף מתונה תוך שמירה על נראות דיבידנדים גבוהה מהחברות הבנות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מתמשך בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ביחסי שירות החוב של החברה כתוצאה, בין היתר, מהחלשות המוחזקות כך שתפגע נראות הדיבידנדים מהן
- עלייה מתמשכת ברמת המינוף של החברה

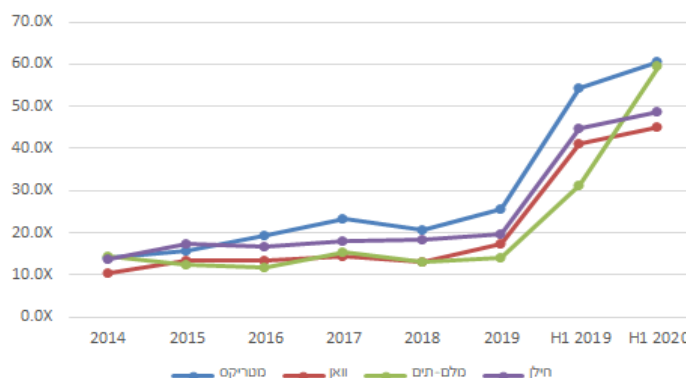
פורמולה מערכות (1985) בע"מ - נתונים עיקריים (סולו), במיליוני דולר

2016	2017	2018	2019	1-9 2019	1-9 2020	
22	10	32	39	29	35	רווח נקי מיוחס לבעלי מניות החברה
45	15	31	83	94	53	יתרות נזילות (סולו)
19	23	27	30	26	25	דיבידנדים שהתקבלו מחברות בנות
10	12	5	13	13	15	דיבידנדים ששולמו לבעלי מניות החברה
336	359	368	422	416	445	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות החברה
105	98	115	150	149	128	חוב פיננסי ברוטו (סולו)

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**אחזקות אסטרטגיות בחברות טכנולוגיות מידע בעלות מיצוב עסקי טוב יחסית ופרופיל פיננסי גבוה**

לפורמולה תיק אחזקות הממוקד בענף שירותי טכנולוגיות המידע (IT), על פני מספר תחומים עם מגוון פתרונות ושירותים בתחום ועל פני מספר טריטוריות. ענף ה-IT מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית-נמוכה. בשנים האחרונות הענף צומח מעבר לצמיחת התמ"ג ונהנה מחוסנו היחסי של המשק הישראלי וכן מהתגברות הביקושים בשל מעבר לערוצי התקשורת ישירים עם הלקוחות (מובייל, אתרי אינטרנט, סחר אלקטרוני וכיוצ"ב), ביקוש עולה ליכולות אנליטיקה והתמודדות עם כמויות מידע גדולות (Big Data ו-BI), צרכי אבטחת מידע גוברים עם התרחבות איומי הסייבר בארץ ובעולם, העמקת יישום פתרונות IOT, הרחבת השימוש בטכנולוגיית AI ו-Machine Learning, מגמת מיקור החוץ של מערכי IT על ידי ארגונים והתרחבות השימוש בפתרונות תוכנה ותשתיות בענן (SaaS ו-IaaS). הענף מתאפיין ברווחיות בינונית-מתונה בשל לחצי מחיר, ובתחרותיות גבוהה. 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, וכן מיתרונות לגודל, בעיקר בהתמודדות במכרזים לאספקת שירותים לארגונים גדולים. ענף ה-IT מאופיין באסטרטגיית מיזוגים ורכישות לאורך זמן. רכישות אלו מסייעות לחברות בענף להתגבר על צמיחה פנימית נמוכה, הרחבת תיק הלקוחות ותיק הפתרונות. הרכישות האחרונות סייעו לחלק מהחברות לקזז את הפגיעה בהכנסות בשל המשבר. כמו כן, עליות השכר המאפיינות את הענף צפויות להתמתן במידה מסוימת לאור המשבר והחלשות הביקוש לעובדים. הנחה זו יש לציין, נתונה באי וודאות מכיוון שמשבר הקורונה הינו ארוע מתפתח התלוי בגורמים אקסוגניים רבים.

להערכת מידרוג, ענף טכנולוגיות המידע צפוי להציג צמיחה שלילית בשנת 2020 בשיעור של 3%-5% בשל ההשלכות הכלכליות של משבר וירוס הקורונה, אשר הובילו לירידה בהזמנות החדשות מצד ארגונים שפעלו לצמצום הוצאות לא חיוניות וכן בשל לחצים להפחתת דמי התחזוקה מצד הלקוחות. בשנת 2021 מידרוג מעריכה צמיחה חד ספרתית נמוכה בענף, בהשוואה לשנת 2020.

Value-Added Services Markets⁴התפתחות מכפילי E/P בענף מערכות המידע³

מטריקס בעלת מעמד עסקי מוביל ומוניטין רב בתחום שירותי התוכנה בישראל, עם פיזור עסקי טוב על פני סוגי שירותים שונים בתחום ונתחי שוק משמעותיים בחלק גדול מתחומי פעילותה בשוק הישראלי, בהם היא מחזיקה לאורך זמן. בסיס הלקוחות של מטריקס רחב, עם עוגנים במגזר הפיננסים במגזר הציבורי ובשירותי הבריאות, המספקים ביקוש יציב יחסית על פני השנים. עיקר פעילותה בשוק הישראלי, כאשר בשנים האחרונות הרחיבה את פעילותה בארה"ב (אשר צפויה להוות כ-25% מהרווח התפעולי בשנת 2020). מטריקס מציגה היקף פעילות משמעותי ומגמת צמיחה בשנים האחרונות, המבוססת בין היתר על מיזוגים ורכישות. רווחיות מטריקס הינה בינונית סביב 6.5%-7.5% רווח תפעולי להכנסות. מטריקס מאופיינת בתזרימי מזומנים תפעוליים בהיקף משמעותי ויציב וביחסי כיסוי מהירים יחסית ומינוף בינוני נוכח מספר רכישות משמעותיות בשנה האחרונה.

סאפיינס מתמחה בפיתוח ושיווק מערכות ליבה לשוק הביטוח הגלובלי בדגש על השוק הצפון אמריקאי, האנגלי והישראלי וכן בסקנדינביה ובאסיה-פסיפיק. סאפיינס הינה חברה בסדר גודל בינוני יחסית בשוק תוכנות הביטוח הבינלאומי, עם היקף הכנסות של כ-368 מיליון דולר ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2020. שוק פתרונות התוכנה לחברות הביטוח הינו במגמת צמיחה, בין השאר נוכח תת-השקעות של חברות הביטוח בעשור האחרון בהשוואה לבנקים ולמוסדות פיננסיים אחרים. זהו אחד הקטליזטורים לצמיחה שמציגה סאפיינס בשנים האחרונות, בדגש על כניסה לטריטוריות חדשות והטמעת מוצרים חדשים. לקוחותיה של סאפיינס כוללים חברות בינ"ל וגופים ציבוריים, אולם עם זאת לחברה ריכוזיות לקוחות אשר הצטמצמה בשנים האחרונות בין היתר נוכח הפסקת פעילות מול לקוח מהותי בשנת 2017. בשנה האחרונה החברה רכשה שלוש חברות בתחום פתרונות תוכנה בדגש על ענף הביטוח בהיקף של כ-113 מיליון דולר. סאפיינס מציגה שיפור עקבי ברווחיותה התפעולית שעומדת על כ-12.4% לתשעה חודשים לשנת 2020 (לעומת 11.6% בתקופה המקבילה אשתקד). סאפיינס הגדילה את רמת המינוף בשנה האחרונה לצורך רכישות ומיזוגים, אולם רמת מינוף מתונה יחסית זו ויתרות נזילות מהותיות משפיעות לחיוב על הפרופיל הפיננסי של סאפיינס.

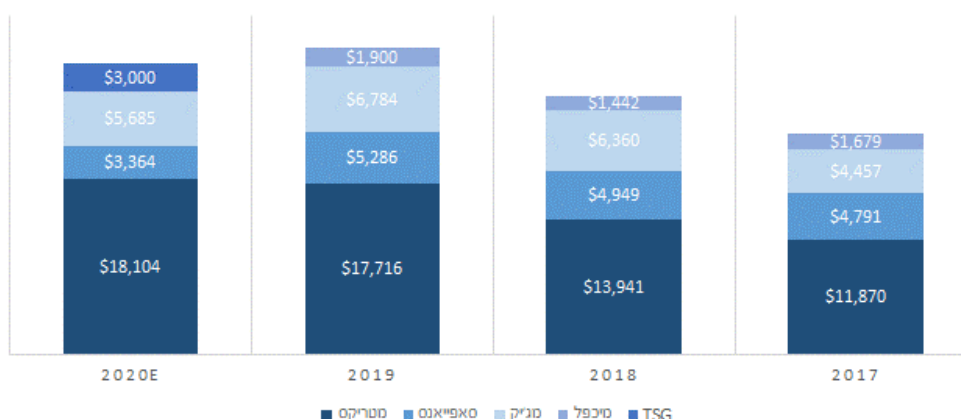
מג'יק עוסקת בפיתוח כלים לאינטגרציית מערכות תוכנה, ולפיתוח אפליקציות אירגוניות וכן במתן שירותי תוכנה. המשתמשים הסופיים בטכנולוגיה ובהיצע השירותים של מג'יק כוללים אלפי חברות בסדר גודל בינוני-קטן (SME) אשר בין היתר רכשו רישיונות שימוש למוצרים כגון פלטפורמת הפיתוח "Magic xpa" וכן מערכת האינטגרציה "Magic xpi", בהן מחזיקה מג'יק בזכויות קניין. הפרופיל העסקי של מג'יק מושפע לטובה נוכח בסיס לקוחות רחב, וותיק ומפוזר על פני מספר טריטוריות ומגוון ענפי משק: פיננסי, ציבורי, שירותי בריאות, לוגיסטיקה, קמעונאות ותקשורת. מג'יק מציגה צמיחה בהכנסות, אשר כוללות מרכיב קבוע של שירותי תמיכה המספק בסיס הכנסות איתן ויציב אשר תומך במיצובה העסקי. מנגד, הפרופיל העסקי של מג'יק מושפע לשלילה מהיותה חשופה

³ הבורסה לניירות ערך נתונים פומביים, דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידורג

⁴ STKI – Published on May 30, 2020

באופן משמעותי יותר לשינויים טכנולוגיים וכן לשינויים בטעמי הצרכנים. נציין כי מג'יק רכשה בשנה האחרונה חברות בתחום שירותי תוכנה בדגש על ישראל וצפון אמריקה. מיצובה העסקי של מג'יק מתבטא בשיעורי רווחיות תפעולית גבוהים בטווח של 10.5%-11.0% ונובע בעיקר משיעורי רווחיות גבוהים בתחום מכירות הרישיונות ושירותי התחזוקה לתוכנות מג'יק וכן משיעורי רווחיות גבוהים יחסית המאפיינים את השוק הצפון אמריקאי אשר מהווה 50% מהיקף פעילותה של מג'יק. למג'יק רמת מינוף נמוכה וגמישות פיננסית גבוהה, לצד יתרות נזילות משמעותיות.

פורמולה מערכות בע"מ: התפלגות דיבידנדים שהתקבלו לפי אחזקות עיקריות, באלפי דולר



אסטרטגיה וניהול ממוקדים בתחום טכנולוגיית המידע ובאחזקות שליטה

הנהלת פורמולה פעילה ומעורבת בפיתוח העסקי והאסטרטגי של מטריקס, מג'יק וסאפיינס וכן של החברות הפרטיות בהן היא מחזיקה, ובראשן מיכפל, אולם ניהול החברות נעשה באופן עצמאי בידי הנהלות ותיקות, שמרניות ומנוסות. להערכת מידרוג, לא קיימת זיקה מימונית בין חברות הקבוצה ובין לבין פורמולה וכל אחת מהחברות ממומנת בצורה עצמאית. לאורך השנים הגדילה החברה את שיעורי האחזקות במוחזקות, אם כי עדיין אחזקותיה בחברות אינן מבוצרות.

מיזוגים ורכישות הם בליבת הפעילות של החברה, ומידרוג מניחה כי החברה תמשיך במדיניות רכישת חברות טכנולוגיות מידע מבוססות, בעלות רווחיות תפעולית מוכחת המתאימות לפרופיל הסיכון הקיים של החברה. ככל שיתבצעו רכישות בהיקף משמעותי מעבר להיקפים אשר נלקחו במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אלו ייבחנו באופן פרטני על ידי מידרוג. אחזקות נוספות פחות מהותיות של פורמולה, היו בעלות השפעה ניטרלית על הדירוג. אלו הן טי.אס.ג' (בבעלות משותפת עם תעשייה אווירית - 50%), Insync staffing solutions Inc. (90.1%), מיכפל מיקרו מחשבים (1983) בע"מ (100%), יוניק תעשיות תוכנה (100%) וכן שתי רכישות נוספות שנעשו בשנה האחרונה לירם מערכות תוכנה (70% מאוחדת תחת מיכפל) ורכישה נוספת בתחום צילומי האוויר של חברת אופק צילומי אוויר (80%).

נראות דיבידנדים טובה מהמוחזקות תומכת ביחסי שירות החוב

לאורך השנים האחרונות מציגות החברות המוחזקות צמיחה אורגנית וצמיחה אנאורגנית לעבר מוצרים ושוקים חדשים, תוך יישום מהלכי התייעלות. הרווחיות של מטריקס יציבה מאוד, ואילו הרווחיות של סאפיינס ומג'יק עשויה להיות תנודתית יותר. לחברות המוחזקות תזרימי מזומנים יציבים יחסית, רמת מינוף מתונה וטרק רקורד של חלוקת דיבידנדים עקבית לאורך שנים. למג'יק ולמטריקס מדיניות לחלוקה של עד כ-75% מהרווח הנקי, ואילו לסאפיינס מדיניות חלוקה של עד כ-40% מהרווח הנקי המתואם (על בסיס Non-GAAP). תרחיש הבסיס של מידרוג לשנות התחזית 2021-2022 מניח קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות בטווח של

כ- 34 מיליון דולר בשנת 2020 וכ- 40 מיליון דולר בשנת 2021 (כ- 31 מיליון דולר ממוצע בשנים 2018-2020), הגידול נובע בעיקרו מהמוחזקות הפרטיות של החברה אשר נרכשו בשנים האחרונות ומתחילות להניב דיבידנדים לקבוצה. נציין כי מטריקס צפויה לתרום כ-50% מסך הדיבידנדים, כ-12% צפוי לנבוע מסאפינס, כ-14% צפוי לנבוע ממג'יק והיתר צפוי לנבוע מהמוחזקות הפרטיות.

מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה לבעלי מניותיה מצביעה על מדיניות פיננסית מאוזנת יחסית וסבירה לרמת הדירוג. החברה מחלקת דיבידנדים בשיעור של כ- 50% מהרווח הנקי השנתי לבעלי המניות של החברה ומידרוג מעריכה חלוקת דיבידנדים בהיקף של 18 - 16 מיליון דולר לשנה. תרחיש זה גוזר יחס כיסוי ריבית (ICR) של פורמולה (סולו) בטווח שבין 6.5-7.5 בשנים אלו, יחס ICR של החברה בולט לטובה ונובע מרמת המינוף המתונה של החברה יחסית להיקף הדיבידנדים (אולם הוא אינו מביא בחשבון את הדיבידנדים המשולמים לבעלי המניות בחברה). יחס שירות החוב כולל יתרות מזומנים (DSCR+CASH) ליום ה- 31.12.2020 צפוי לעמוד על כ- 3.2, ובשנת 2021 צפוי להשתפר ולעמוד על כ- 4.9. לאור הגידול הצפוי בדיבידנדים ממוחזקות והקיטון בפירעונות בשל סיום פירעון הלוואת מוסדיים. נציין כי יחס זה מושפע לחיוב מיתרות נזילות גבוהות שבידי החברה, ועשוי להיות תנודתי כתלות בהיקף הרכישות על ידי החברה. טווח התחזית של מידרוג מביא בחשבון כי החברה תשקיע במיזוגים ורכישות מתוך המזומנים שבקופתה וכן באמצעות לקיחת חוב החל משנת 2021. לאור זאת, בשנת 2022, יחס זה צפוי לעמוד על כ- 1.9.

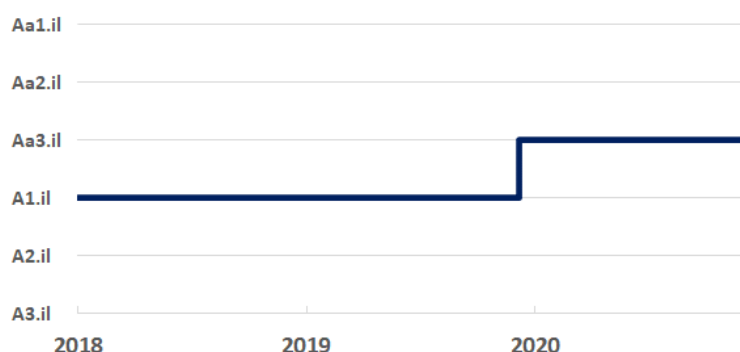
רמת מינוף נמוכה הבולטת לטובה וגמישות פיננסית טובה

היקף החוב הפיננסי של החברה ליום 30.09.2020 הסתכם בכ- 128 מיליון דולר, ולצד זאת לחברה יתרת מזומנים באותה עת של כ- 53 מיליון דולר. מידרוג הניחה תרחיש השקעות ברכישת חברות ובחברות קיימות בהיקף של עד כ- 100 מיליון דולר לשנה שימומן בחלקו באמצעות גידול בחוב של עד ל- 70 מיליון דולר והיתרה מתוך מזומני החברה. רמת המינוף (LTV) של החברה כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי ברוטו לבין שווי השוק של אחזקותיה בולטת לטובה ביחס לדירוג ועומדת על כ- 7% על בסיס שווי השוק הממוצע של האחזקות הציבוריות של החברה ל-12 החודשים האחרונים ושווי הספרים של יתר האחזקות. רמת המינוף של החברה הושפעה לחיוב מפירעון אגרות החוב וסיום פירעון של חוב מוסדי בתחילת 2020 למול עלייה בממוצע שווי שלוש האחזקות הציבוריות של החברה במהלך שנת 2020. הדירוג מביא בחשבון כי ריכוזיות אחזקות החברה בתחום טכנולוגיית המידע חושפת את שווי השוק של התיק לתנודתיות חדה ועל כן מידרוג בחנה תרחיש רגישות באשר לשווי השוק של החברות המוחזקות. בנוסף, אנו מביאים בחשבון כי החברה עשויה להגדיל את החוב הפיננסי בטווח הקצר לצורך מיזוגים ורכישות כנזכר לעיל. לאור זאת, אנו מביאים כי יחס המינוף של החברה עשוי לנוע בטווח של 13%-15%. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ- 2,218 מיליון שקל על בסיס מחירי שוק ב-30 הימים בסמוך למועד דוח זה (נציין כי כ-75% משווי האחזקות הסחירות פנוי משעבוד). החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה. תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג ל-4 הרבעונים הקרובים החל מ-31.12.2020 גוזר יחס מקורות לשימושים גבוה של כ-1.1, כדלקמן: מקורות עיקריים - יתרת נזילות של כ- 51 מיליון דולר ותקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך כ- 40 מיליון דולר; שימושים עיקריים - הוצאות מטה ומימון בסך של עד 9 מיליון דולר, פירעונות אג"ח בסך כ- 20 מיליון דולר וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ- 18 מיליון דולר. כמו כן מידרוג הניחה תרחיש השקעות ברכישת חברות ובחברות קיימות בהיקף של עד 100 מיליון דולר שימומן בחלקו באמצעות גיוס חוב בהיקף של 70 מיליון דולר.

אודות החברה

פורמולה מערכות הינה חברת אחזקות ציבורית השולטת במספר חברות המתמחות בתחום התוכנה ושירותי תוכנה. לחברה אחזקות מהותיות בשלוש חברות טכנולוגיות מידע מובילות בתחומן בישראל ובחו"ל: **מטריקס אי.טי בע"מ** ("מטריקס", Aa3.il, שיעור אחזקה של 49.28%), **סאפיינס אינטרנשיונל קורפוריישן N.V.** ("סאפיינס", שיעור אחזקה של 43.97%) **מג'יק תעשיות תוכנה בע"מ** ("מג'יק", שיעור אחזקה של 45.43%) בעלת המניות העיקרית בפורמולה הינה Asseco Poland S.A. ("קבוצת Asseco") המחזיקה 25.6% מהון המניות של פורמולה, כאשר מר גיא ברנשטיין מנכ"ל פורמולה מחזיק בכ- 11.89% נוספים מהון המניות של החברה (בדילול מלא). בין קבוצת Asseco ומר גיא ברנשטיין קיים הסכם הצבעה המעניק לקבוצת Asseco זכויות הצבעה ישירות בהון המניות של מר גיא ברנשטיין.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[פורמולה מערכות \(1985\) בע"מ](#)

[מטריקס אי.טי בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2017](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[דירוג חברות אחזקה - הזמנה להערות מהציבור, דצמבר 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	30.12.2020
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	31.12.2019
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	23.01.2018
שם יוזם הדירוג:	פורמולה מערכות (1985) בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	פורמולה מערכות (1985) בע"מ

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 גבוה 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 שאליה 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>