

פורמולה מערכות בע"מ

22 באוגוסט, 2017

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנליסט אשראי משני:

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

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש בסיס

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

ניתוח התניות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

פורמולה מערכות בע"מ

ilA+/Stable

אשרור דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
- מעמד תחרותי גבוה של חברת הבת מטריקס בשוק ה-IT בישראל. - מגמת צמיחה בפעילות של סאפיינס ומג'יק. - מגוון רחב של מוצרים ושירותים, ובסיס לקוחות מגוון המתאפיין בפיזור ענפי מהותי. - היקף הכנסות ו-EBITDA קטנים בהשוואה למתחרים בשווקים גלובליים. - קניין רוחני (IP Rights) בהיקף נמוך יחסית ויכולות מוגבלות בלבד בתחום המחקר והפיתוח.	- עלייה מסויימת ברמת המינוף אף כי עדיין בטווח הדירוג הנוכחי. - תלות בדיבידנדים מהחברות הבנות לצורך שירות החוב. - רמת נזילות 'הולמת'.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שחברת הבת מטריקס תשמור על מעמדה כשחקנית מובילה בשוק ה-IT בישראל ושהביצועים התפעוליים של החברות הבנות סאפיינס, מג'יק, TSG ומיכפל יישארו יציבים לכל הפחות. בנוסף, התחזית משקפת את הערכתנו שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA לא יעלה על 3.0x ושרמת ייצור המזומנים של הקבוצה (באיחוד יחסי) לא תישחק.

התרחיש השלילי

לחץ שלילי יופעל על הדירוג אם יחס החוב המתואם ל-EBITDA יהיה גבוה מ-3.0x. תרחיש זה עלול לקרות אם תחול התדרדרות בביצועים התפעוליים ובשווי של החברות הבנות או אם יחול גידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי של הקבוצה (באיחוד יחסי) בשל מימון רכישות או חלוקת דיבידנדים גדולים לבעלי המניות.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול גידול משמעותי בהיקף ההכנסות ו-EBITDA של הקבוצה (באיחוד יחסי) ויחס החוב המתואם ל-EBITDA יהיה נמוך מ-2.0x באופן עקבי.

תרחיש בסיס

יחסים עיקריים				הנחות עיקריות
2018E	2017E	2016A		- המשך צמיחה גבוהה בפעילות סאפיינס וצמיחה מתונה במכירות של מטריקס; - שיעור EBITDA של כ-10% בשנים 2017 ו-2018; - חלוקת דיבידנד בהיקף של 10-15 מיליון דולר בשנה; - קבלת דיבידנדים מחברות בנות בהיקף שנתי של כ-25 מיליון דולר.
3.0X-2.5X	3.0X-2.5X	3.0X	חוב/EBITDA	
15%-10%	15%-10%	14%	שיעור רווחיות	
			A-בפועל. E-צפוי.	

תיאור פעילות החברה

פורמולה מערכות בע"מ ("פורמולה") נוסדה בשנת 1985 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב וב-NASDAQ. באמצעות החברות הבנות שלה, מטריקס אי טי בע"מ (49.5%), סאפיינס אינטרנשיונל קורפורשין N.V. (48.7%), מג'יק תעשיות תוכנה בע"מ (47.2%), TSG IT Advanced Systems (50%), Insync Staffing (90%) ומיכפל (100%), פורמולה עוסקת בפיתוח, שיווק והפצה של פתרונות תוכנה וכלי תוכנה ובמתן שירותי תוכנה למערכות מחשב. מטריקס, סאפיינס ומג'יק הן חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בת"א ואף נכללות במדד ת"א 125, וסאפיינס ומג'יק נסחרות גם ב-NASDAQ. בינואר 2017 רכשה פורמולה את מלוא ההחזקות (100%) בחברת מיכפל, העוסקת בתחום חישובי שכר.

בעלת השליטה בפורמולה היא קבוצת Assecos הפולנית (30.3%) אשר מתמקדת בפיתוח ושיווק תוכנות ובמתן שירותי תוכנה לארגונים. יתרת המניות מוחזקת בידי חלק ממנהלי החברה, בידי גופים מוסדיים ובידי הציבור.

הפרופיל העסקי

מעמד תחרותי גבוה בתחום שירותי ה-IT בישראל באמצעות מטריקס ומגמת צמיחה מתמשכת בפעילות של סאפיינס ומג'יק; רמת הכנסות ו-EBITDA נמוכים יחסית למתחרים גלובליים

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי של פורמולה משקפת את הגורמים הבאים:

- מגוון רחב של מוצרים ושירותים ובסיס לקוחות מגוון המתאפיין בפיזור ענפי מהותי.
- מעמד תחרותי מוביל בשוק ה-IT בישראל של חברת הבת מטריקס, הנהנית ממוניטין חיובי וממיתוג חזק מזה שנים ארוכות.
- חשיפתה של מטריקס למאפייני הסיכון בשוק שירותי ה-IT הישראלי, לרבות תחרות מבוססת-מחיר השוקקת את שיעור הרווחיות הגולמית לאורך זמן.
- חסמי כניסה גבוהים יחסית לשוקי הפעילות של סאפיינס המתבססים על יחסי עבודה ארוכי טווח עם הלקוחות ועלויות החלפה גבוהות של הלקוחות בשינוי ספק תוכנה.
- מגמת צמיחה בפעילות של סאפיינס ומג'יק. בשנים האחרונות חלה צמיחה משמעותית בפעילות של סאפיינס (גידול של 16.5% בהכנסות ב-2016) ושל מג'יק (גידול של 12% בהכנסות ב-2016). צמיחה זו הושגה בחלקה באמצעות מיזוגים ורכישות עם חברות בתחומים משיקים ובאמצעות יישום של צעדי התייעלות והתמקדות אשר תמכו בהרחבת בסיס הלקוחות וגידול במכירות המשך ללקוחות קיימים.
- היקף הכנסות ו-EBITDA קטנים בהשוואה למתחרים בשווקים גלובליים. חברות גלובליות מתחרות נהנות מיתרון לגודל המאפשר להן לשאת בעלויות גבוהות של מחקר ופיתוח ולבצע השקעות הוניות מהותיות.

- קניין רוחני (IP Rights) בהיקף נמוך יחסית ויכולות מוגבלות בלבד בתחום המחקר והפיתוח. שיעור גבוה מהכנסותיה של החברה נובע משירותים והיתרה נובעת ממכירה של רישיונות. הבעלות על קניין רוחני והיכולות בתחום המחקר והפיתוח הן קריטיות ליצירת חסמי כניסה ומעמד שוק מוביל.

הפרופיל הפיננסי

עלייה מסוימת ברמת המינוף אף כי עדיין בטווח התואם את הדירוג הנוכחי; תלות בדיבידנדים מחברות בנות לצורך שירות החוב

בהינתן התנהלותה של פורמולה (חשיפה גבוהה לסיכונים התפעוליים של החברות הבנות, השפעה מהותית בניהול ובגיבוש האסטרטגיה העסקית של החברות הבנות וראייתן של האחזקות כהשקעות ליבה לטווח ארוך), אנו בוחנים את הסיכון הפיננסי של החברה בעיקר על פי יחסי כסוי החוב העולים מניתוח הדוחות הכספיים. החל מ-2016, הדוחות הכספיים של פורמולה הערוכים על פי כללי חשבונאות בינלאומיים (IFRS) כוללים איחוד מלא של כל החברות הבנות. אנו מבצעים התאמה לדוחות הכספיים ובוחנים את יחסי כסוי החוב בהתאם לאיחוד יחסי (לפי שיעור ההחזקה) של תוצאות החברות הבנות. תחת תרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים יחס חוב מתואם ל-EBITDA מתואם של 3.0x ב-2017, הצפוי לרדת ל-2.5x-3.0x ב-2018.

תרחיש הבסיס שלנו לשנים 2017-2018 מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה שנתי של כ-25% במכירות סאפינס בשנת 2017 (בעקבות רכישת StoneRiver) ושל כ-6% בשנת 2018;
- צמיחה שנתי של 4%-8% במכירות של מטריקס ומג'יק;
- שיעור EBITDA של 10% בשנים 2017 ו-2018;
- חלוקת דיבידנד בהיקף של 10-15 מיליון דולר בשנה.

הערה: לא בוצע קיזוז מזומן מהחוב.

נזילות: הולמת

הערכתנו לרמת הנזילות של החברה משקפת את פרופיל הנזילות של פורמולה סולו כחברת החזקה. על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". אנו סבורים שהעובדה שהפורטפוליו של פורמולה מורכב בעיקר מנכסים סחירים מעניקה לה גמישות פיננסית מסוימת כפי שבא לידי ביטוי ביחס LTV (Loan To Value) נוכחי של כ-12%. יחד עם זאת, העדר שליטה מלאה בחברות הבנות בכלל ושיעורי ההחזקה הנוכחיים בפרט מהווים להערכתנו נקודת חולשה, בשל המגבלות הקיימות ביחס לזרימת כספים מהחברות הבנות והתלות לאורך זמן בקבלת דיבידנדים מהחברות הבנות לצורך שירות החוב. על אף כל זאת נציין כי לפורמולה, כבעלת השליטה, השפעה מהותית על חלוקת הדיבידנדים מהחברות המוחזקות, שיתרות המזומנים שלהן גבוהות נכון להיום. עוד נציין כי למג'יק ולמטריקס מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה של עד 75% מהרווח הנקי, ואילו סאפינס נוהגת לחלק עד 50% מהרווח הנקי למרות שאין לה מדיניות דיבידנד מוצהרת. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות הנזילים של פורמולה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-30 ביוני, 2017:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-10 מיליון דולר; • דיבידנדים מחברות בנות בהיקף של כ-25 מיליון דולר.	• החזרי קרן חוב בהיקף של כ-16 מיליון דולר; • תשלומי ריבית בהיקף של כ-3 מיליון דולר;

ניתוח התניות

נכון ל-30 ביוני, 2017, לחברה מרווח הולם על ההתניות הפיננסיות שלה, ואנו מעריכים כי היא תשמור על מרווח זה בטווח הבינוני. התניות הפיננסיות של החברה כוללות בין היתר דרישות שהיקף החוב הפיננסי ברוטו ברמת פורמולה לא יעלה על 450 מיליון ₪ ושיחס החוב נטו ל-CAP לא יעלה על 65%.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

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 פורמולה לשנת 2016:

- איחוד יחסי (בהתאם לשיעור ההחזקה) של תוצאות החברות הבנות.
- היוון חוזי ליסינג תפעולי לטווח ארוך והוספתם לחוב המדווח.
- תוספות ל-EBITDA, ל-FFO (funds from operations) ולתזרים המזומנים מפעילות שוטפת בגין מרכיבי הריבית והפחת של תשלומי הליסינג העתידיים שהונו לחוב הפיננסי.
- לא בוצע קיזוז מזומן מהחוב.

Reconciliation Of Formula Systems Ltd. Reported Amounts With S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. \$)									
- Fiscal year ended Dec. 31, 2016 -									
Formula Systems Ltd. reported amounts									
	Debt	Shareholders' equity	Revenues	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditures
Reported	259.1	336.4	1,108.6	120.9	88.5	15.9	120.9	75.0	19.3
S&P Global Ratings adjustments									
Interest expense (reported)	-	-	-	-	-	-	(13.0)	-	-
Interest income (reported)	-	-	-	-	-	-	6.9	-	-
Current tax expense (reported)	-	-	-	-	-	-	(21.0)	-	-
Operating leases	27.2	-	-	15.8	2.3	2.3	13.6	13.6	-
Postretirement benefit obligations / deferred compensation	2.3	(2.3)	-	-	-	-	-	-	-
Capitalized development costs	-	-	-	-	(5.5)	-	-	-	-
Share-based compensation expense	-	-	-	4.4	-	-	4.4	-	-
Deconsolidation / consolidation	(78.0)	-	(548.0)	(81.0)	(81.0)	(4.0)	(51.0)	-	(5.8)
Non-operating income (expense)	-	-	-	-	6.4	-	-	-	-
Non-controlling interest / minority interest	-	437.1	-	-	-	-	-	-	-
Debt - Contingent considerations	8.7	-	-	-	-	-	-	-	-
Debt - Finance leases	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-
Debt - Put options on minority stakes	15.2	-	-	-	-	-	-	-	-
Debt - Equity component of convertible debt	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA - Gain (Loss) on disposals of PP&E	-	-	-	(3.1)	(3.1)	-	(3.1)	-	-
EBITDA - Fair value changes of contingent consideration	-	-	-	0.5	0.5	-	0.5	-	-
Total adjustments	(22.9)	434.8	(548.0)	(41.4)	(80.6)	(1.7)	(71.6)	13.6	(5.8)
S&P Global Ratings adjusted amounts									
	Debt	Equity	Revenues	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditures
Adjusted	236.2	771.2	560.6	71.5	27.9	13.3	49.3	88.5	14.3

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה – כללי: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot](#), 22 בספטמבר, 2014
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P Global Ratings בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 1 ביוני, 2016
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [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 – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידי](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה – כללי: השימוש בתחזית הדירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף הטכנולוגיה, התוכנה והשירותים הטכנולוגיים](#), 19 בנובמבר, 2013

פרטים כלליים (נכון ל-22 באוגוסט, 2017)

פורמולה	
דירוג(י) המנפיק	
ilA+\Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
ilA+	סדרה א
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilA+	סדרה ב
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilA+/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך אוגוסט 28, 2015
פרטים נוספים	
08:16 22/08/2017	זמן בו התרחש האירוע
08:16 22/08/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

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 S&P .AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות 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 מהחנתמים 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.