

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

דירוג ראשוני | ינואר 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
kobir@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידורג קובעת דירוג A1.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה פורמולה מערכות (1985) בע"מ ("פורמולה מערכות" או "החברה") וכן קובעת דירוג זהה לאגרות חוב שתגייס החברה בסך של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב בדרך של הרחבת סדרת אג"ח א'.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א' *	2560142	A1.il	יציב	02.07.2024
ב'	2560159	A1.il	יציב	10.03.2019

* אג"ח סדרה א' מגובות בשעבוד 2,435,911 מניות מטריקס, 1,260,266 מניות סאפיינס ו-2,338,483 מניות מג"ק.

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 49.25%) הינה חברה מובילה בשוק הישראלי בתחום האינטגרציה ושירותי טכנולוגיות המידע. מטריקס פועלת בעיקר בשוק המקומי ונמנית על החברות הגדולות בתחומה בישראל. מטריקס מספקת שירותי טכנולוגיית מידע מגוונים לכל ענפי המשק תוך התמחות בענפי הבנקאות, הפיננסים ובמגזר הציבורי בישראל. כמו כן מטריקס עוסקת בשיווק מוצרי תוכנה וחומרה ובאספקת שירותי ייעוץ לעסקים. מטריקס מעסיקה כ-8,300 עובדים עיקרם בישראל.

- **סאפיינס אינטרנשיונל קורפוריישן N.V** ("סאפיינס", שיעור אחזקה של 48.14%) הינה ספקית פתרונות תוכנה לענף הביטוח בישראל ובעולם. סאפיינס מתמחה בפיתוח מערכות ליבה לחברות ביטוח אלמנטרי ולחברות ביטוח חיים הכולל בתוכו גם את תחום חיסכון ארוך טווח (פנסיה). סאפיינס פועלת בשלושה שווקים עיקריים: (1) השוק האירופאי עם מיקוד בשוק האנגלי - בשוק זה מספקת סאפיינס פתרונות בתחום ביטוח החיים והביטוח האלמנטרי. (2) השוק האמריקאי - סאפיינס התמקדה בהצעת פתרונות בתחום ביטוח החיים. בתחילת שנת 2017 רכשה סאפיינס את חברת Stone River Inc. ("Stone River") אשר הרחיבה את סל הפתרונות של החברה גם לתחום הביטוח האלמנטרי. (3) השוק הישראלי - סאפיינס פועלת בעיקר בתחום ביטוח החיים בחברות מנורה וכלל. סאפיינס מעסיקה כ-2,500 עובדים אשר עיקרם מועסקים בישראל והיתר באירופה, אסיה פסיפיק וצפון אמריקה.

- **מג"ק תעשיות תוכנה בע"מ** ("מג"ק", שיעור אחזקה של 47.12%) עוסקת בפיתוח כלי תוכנה המשמשים לאינטגרציית מערכות תוכנה ולפיתוח אפליקציות אירגוניות וכן כספקית לשירותי תוכנה, מיקור חוץ וייעוץ בתחום טכנולוגיית המידע. משתמשי הקצה בפתרונות של מג"ק כוללים אלפי חברות בסדר גודל בינוני-קטן (SME) אשר רכשו רישיונות שימוש למוצרים, כך שבסיס הלקוחות רחב וותיק ומפוזר על פני מגוון ענפי משק וטריטוריות. בשנת 2016 רכשה מג"ק את חברת "Roshtov Software Industries" המתמחה באספקת שירותי תוכנה לניהול מידע רפואי הפועלת כיום בשוק הישראלי.

במאי 2016 רכשה פורמולה במשותף עם תעשייה אווירית את "TSG Advanced IT systems" ("TSG", שיעור אחזקה של 50%) המתמחה בפיתוח מערכות שליטה ובקרה וכן מערכות לאיסוף מודיעין עבור מערכת הביטחון וחברות ביטחוניות. בתחילת שנת 2017 רכשה פורמולה את חברת מיכפל המתמחה בהספקת שירותי תוכנה בתחום ניהול שכר ונוכחות עובדים בישראל. כמו כן פורמולה מחזיקה 90.1% ב-"InSync Staffing", חברת מיקור חוץ בשוק האמריקאי.

בעלת המניות העיקרית בפורמולה הינה Asseco Poland S.A. ("קבוצת Asseco") המחזיקה 26.31% מהון המניות של פורמולה, כאשר מר גיא ברנשטיין מנכ"ל פורמולה מחזיק ב-13.4% נוספים מהון המניות של החברה (בדילול מלא). בין קבוצת Asseco ומר גיא ברנשטיין קיים הסכם הצבעה המעניק לקבוצת Asseco זכויות הצבעה משותפת להון המניות של הקבוצה ושל מר גיא ברנשטיין.

שיקולים עיקריים לדירוג

פורמולה אופיינה על ידי מידרוג כחברת אחזקות בהתבסס על היותה בעלת מספר אחזקות ליבה בתחומים משיקים, 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.

דירוג החברה מושפע לחיוב מפרופיל אחזקות המאופיין בסיכון אשראי מתון ואשר הולם לרמת הדירוג של החברה, בדגש על האחזקות מטריקס וסאפיינס אשר דומיננטיות בשווי התיק ובתזרים הדיבידנדים. כ-40% משווי השוק של אחזקות החברה נובע מהאחזקה במניות מטריקס (Aa3.il), שאחראית למעל מחצית הדיבידנדים המתקבלים בחברה. אחזקה מהותית נוספת הינה סאפיינס, כ-35% משווי האחזקות, שאף היא בעלת תרומה משמעותית לתזרים הדיבידנדים. בד בבד, ריכוזיות התיק מהווה גורם שלילי יחסית, בשל המשקל הגבוה של שתי האחזקות הגדולות בשווי ובתזרים, וכן בשל החשיפה הענפית הגבוהה של האחזקות לענף טכנולוגיית המידע. לחברה אסטרטגיה ממוקדת ועקבית בתחום טכנולוגיות המידע, כפי שמתבטא גם באחזקות השליטה במוחזקות. פורטפוליו המוחזקות כולל חברות מבוססות אשר מציגות יציבות תפעולית, רווחיות וכן חלוקת דיבידנדים עקבית ולאורך זמן, יחד עם הנהלות ותיקות. אלו מהווים גורם חיובי בבחינת אסטרטגיית ההשקעות של החברה. מיזוגים ורכישות הנן 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.

לחברה נראות גבוהה של תזרימי דיבידנדים שוטפים מהאחזקות, המבוססת על חלוקה יציבה יחסית בחמש השנים האחרונות, על רמת מינוף מתונה ברמת המוחזקות, לצד תזרימי מזומנים יציבים והיעדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת רווחים. מידרוג מעריכה כי היקף הדיבידנדים השנתי הצפוי לחברה מהמוחזקות יעמוד בשנות התחזית 2018-2019 בטווח שבין 20 - 25 מיליון דולר. בהתאם למדיניות החברה לחלוקת רווחים לבעלי המניות ויישומה בשנים האחרונות, מידרוג מעריכה את היקף הדיבידנד השנתי לבעלי המניות בטווח שבין 10-15 מיליון דולר בשנות התחזית.

נזילות החברה מושפעת לשלילה מפירעון של אג"ח המיר למניות במרץ 2019 בסך של 35 מיליון דולר¹. גיוס אגרות החוב (סדרה א') המתוכנן נועד בין השאר לעבות את הנזילות לקראת הפירעון האמור. מידרוג צופה כי יחס כיסוי הריבית (ICR) יעמוד בטווח שבין 5.5 - 5. יחס מהיר המבטא את רמת המינוף המתונה בשנות התחזית. יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH) טרם הגיוס המתוכנן, צפוי לעמוד על הטווח שבין 0.3-1.7 בשנים 2018-2019, כאשר יחס זה מושפע לשלילה מפירעון הבולט בחודש מרץ 2019 המוזכר לעיל. הגיוס הצפוי ישפר את יחס שירות החוב הכולל בטווח הקצר.

מידרוג מניחה כי החוב הפיננסי נטו של פורמולה (סולו) צפוי לעמוד על הטווח שבין 90 - 100 מיליון דולר בשנות התחזית (בהשוואה לכ-90 מיליון דולר ליום 30.09.2017), וזאת על בסיס ההנחה של מידרוג, ובהתאם למדיניות החברה, כי לפחות מחצית מהגיוס המתוכנן של אגרות החוב (סדרה א') יהווה עיבוי נזילות לצורך הפירעון הצפוי של אגרות החוב בשנת 2019 כנזכר לעיל, והשארת תשמש לביצוע מיזוגים ורכישות וכן הגדלת שיעורי האחזקות בחברות קיימות. לחברה מדיניות רכישות ומיזוגים בתחום הליבה כאמור. ככל שיתבצעו רכישות בהיקף משמעותי מעבר להיקפים אשר נלקחו במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אלו ייבחנו באופן פרטי על ידי מידרוג.

רמת המינוף של החברה כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי לבין שווי השוק של אחזקותיה בולטת לטובה ביחס לדירוג ובמסגרת התרחישים אשר נבחנו ע"י מידרוג עומדת בטווח שבין 15% - 20%. הדירוג מביא בחשבון כי הריכוזיות הענפית של אחזקות החברה

¹ שער הדולר שעל בסיסו חושבו המרות של יתרות בשקלים למט"ח בדו"ח הינו 3.5 ₪.

בתחום טכנולוגיית המידע חושפת את שווי התיק לירידות ערך משמעותיות בטווח זמן קצר ועל כן מידרוג בחנה תרחישי רגישות, אשר במסגרתם הדירוג מביא בחשבון עלייה ברמת המינוף בשל ירידת שווי האחזקות עד לשיעור מינוף של 30%.

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ- 670 מיליון דולר על בסיס מחירי השוק בסמוך למועד דו"ח זה (כ-620 מיליון דולר פרופורמה לגיוס אגרות החוב בהתבסס על מחירי השוק הנוכחיים). המניות החופשיות מהוות כ-80% משווי אחזקות החברה (כ-74% פרופורמה לגיוס אגרות החוב). החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה.

אגרות החוב מסדרה א' שהחברה הנפיקה מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות מטריקס, סאפינס ומג'יק שמחזיקה החברה. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב (סדרה א') המובטחות בשעבוד, ביחס לדירוג החוב הבכיר שאינו מובטח וזאת בהתחשב ברמת הדירוג של החברה, במרכיבי הביטחונות, בהיקף הנכסים הנוספים בחברה שאינם משועבדים ובמידת הגמישות הפיננסית הקיימת לחברה לשרת את כלל חובותיה.

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

פורמולה מערכות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (סולו) במיליוני דולר *

2014	2015	2016	1-9 2016	1-9 2017	
2	3	4	3	3	הוצאות ריבית נטו
81	20	22	16	6	רווח נקי
25	78	48	46	13	יתרות נזילות
13	17	19	17	14	דיבידנדים שהתקבלו מחברות בנות
12	13	10	10	7	דיבידנדים ששולמו לבעלי מניות החברה
655	705	724	754	754	הון עצמי
389	330	336	360	351	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות
53	110	105	106	96	חוב פיננסי ברוטו סולו

* החברה אינה עורכת דוחות כספיים על בסיס סולו, חלק מהנתונים הפיננסיים לעיל מקורם במידע שהתקבל מהנהלת החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקות אסטרטגיות בחברות טכנולוגיה בעלות מיצוב עסקי טוב יחסית ופרופיל פיננסי גבוה

לפורמולה תיק אחזקות ריכוזי בתחום שירותי טכנולוגיית מידע, אך מפוזר על פני מספר מקטעים בתחום ועל פני מספר טריטוריות. אחזקות החברה הן בעלות פרופיל סיכון אשראי מתון והן מייצרות תזרימי מזומנים חזקים מפעילות.

מטריקס בעלת מיצוב עסקי חזק 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 הפיננסי ובמגזר הציבורי, המספקים ביקוש יציב יחסית על פני השנים. עיקר פעילותה בשוק הישראלי, כאשר בשנים האחרונות הגדילה את פעילותה בארה"ב. מטריקס מציגה היקף פעילות משמעותי עם הכנסות בהיקף של כ-2.8 מיליארד ש"ח לארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.2017 ומגמת צמיחה בשנים האחרונות, המבוססת בין היתר על מיזוגים ורכישות. רווחיות מטריקס הינה בינונית סביב 7% רווח תפעולי להכנסות, ובמגמת שחיקה בשנים האחרונות, כאשר מידרוג מניחה המשך שחיקה איטית ברווחיותה. מטריקס מאופיינת בתזרימי מזומנים תפעוליים בהיקף משמעותי ויציב וביחסי כיסוי מהירים יחסית ומינוף מתון.

סאפינס מתמחה בפיתוח ושיווק מערכות ליבה לשוק הביטוח הגלובלי בדגש על השוק האנגלי, ארה"ב וישראל וכן באסיה פסיפיק. שוק פתרונות התוכנה לחברות הביטוח הינו במגמת צמיחה בשנים האחרונות, בין השאר נוכח תת-השקעות של חברות הביטוח בעשור האחרון בהשוואה לבנקים ולמוסדות פיננסיים אחרים. זהו אחד הקטליזטורים לצמיחה שמציגה סאפינס בשנים האחרונות. סאפינס הינה חברה בסדר גודל בינוני יחסית בשוק תוכנות הביטוח הבינלאומי ומתאפיינת בשיעורי צמיחה גבוהים, עם היקף הכנסות

של כ-255 מיליון דולר לארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-30.09.2017. שיעור הרווחיות של סאפיינס עמד בטווח של 10%-13%. הרווחיות הגבוהה, לצד רמת מינוף מתונה, גמישות פיננסית חזקה ויתרות נזילות מהותיות משפיעים לחיוב על הפרופיל הפיננסי של סאפיינס.

בשנת 2017 השלימה סאפיינס את רכישת Stone River המספקת פתרונות ושירותי תוכנה לשוק הביטוח בצפון אמריקה, וזאת בתמורה לכ-100 מיליון דולר אשר מומנו ברובם באמצעות גיוס אג"ח על ידי סאפיינס. רכישת Stone River נועדה להרחיב את סל המוצרים הקיים של סאפיינס ואת מעגל הלקוחות ולתרום לסינרגיה עם הפעילויות הקיימות. הפרופיל העסקי של סאפיינס מושפע לטובה מענף פתרונות התוכנה לתחום הביטוח, שהינו בעל רמת סיכון מתונה יחסית. מנגד, נתחי שוק נמוכים ותחרות גבוהה בתחום, יחד עם היקף השקעות במו"פ הנדרש לצורך צמיחה והתרחבות, מעיבים על הפרופיל העסקי של סאפיינס. כמו כן לסאפיינס ריכוזיות לקוחות גבוהה יחסית עקב מאפייני השוק בו היא פועלת, כאשר עזיבת לקוח משמעותי בשנה האחרונה העיבה על רווחיותה. מג"ק עוסקת בפיתוח כלים לאינטגרציית מערכות תוכנה, ולפיתוח אפליקציות אירגוניות וכן במתן שירותי תמיכה, ייעוץ ותחזוקה. המשתמשים הסופיים בטכנולוגיה של מג"ק כוללים אלפי חברות בסדר גודל בינוני-קטן (SME) אשר רכשו רישיונות שימוש למוצרים כגון פלטפורמת הפיתוח "Magic xpa" וכן מערכת האינטגרציה "Magic xpi", בהם מחזיקה מג"ק בזכויות קניין. הפרופיל העסקי של מג"ק מושפע לטובה נוכח בסיס לקוחות רחב, וותיק ומפוזר על פני מספר טריטוריות ומגוון ענפי משק; פיננסי, ציבורי, שירותי בריאות, לוגיסטיקה, קמעונאות ותקשורת. הכנסות מג"ק בארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.2017 הסתכמו בכ-248 מיליון דולר והן כוללות מרכיב קבוע של שירותי תמיכה המספק בסיס הכנסות איתן יוציב אשר תומך במיצובה העסקי. מנגד, הפרופיל העסקי של מג"ק מושפע לשלילה מהיותה חשופה באופן משמעותי יותר לשינויים טכנולוגיים וכן לשינויים בטעמי הצרכנים. מיצובה העסקי של מג"ק מתבטא בשיעורי רווחיות גבוהים בטווח של 10%-13%. למג"ק מינוף נמוך כפי שמתבטא בשיעורי חוב ל-CAP של כ-17% וגמישות פיננסית גבוהה, לצד יתרות נזילות משמעותיות.

אחזקות נוספות פחות מהותיות של פורמולה, גם הן בתחום טכנולוגיית המידע, היו בעלות השפעה נייטרלית על הדירוג. אלו הן TSG שנרכשה בשנת 2016 בתמורה לכ-26 מיליון דולר ומיכפל מיקרו מחשבים בע"מ שנרכשה בשנת 2017 תמורת כ-22 מיליון דולר.

אסטרטגיה וניהול ממוקדים בתחום טכנולוגיית המידע ובאחזקות שליטה

הנהלת פורמולה פעילה ומעורבת בפיתוח העסקי והאסטרטגי של מטריקס, מג"ק וסאפיינס, אולם ניהול החברות נעשה באופן עצמאי בידי הנהלות ותיקות, שמרניות ומנוסות. להערכת מידורג לא קיימת זיקה מימונית בין חברות הקבוצה ובין לבין פורמולה וכל אחת מהחברות ממומנת בצורה עצמאית. לאורך השנים הגדילה החברה את שיעורי האחזקות במוחזקות על מנת לבצר את שליטתה. החברה בוחנת השקעות נוספות בתחומי טכנולוגיית המידע, הן באמצעות פורמולה והן באמצעות המוחזקות, תוך מתן דגש לרכישות משלימות ותומכות לפעילותן הקיימת. גיא ברנשטיין הנו כאמור מנכ"ל החברה ובעל מניות מהותי. להערכתנו מר ברנשטיין הנו דמות מרכזית בחברה, בפיתוח העסקי ובהחלטות ההשקעה ולחברה תלות באיש מפתח זה.

נראות דיבידנדים טובה מהמוחזקות תומכת ביחסי שירות החוב

מדיניות דיבידנדים של חלק מהאחזקות וחלוקה עקבית לאורך השנים תומכות בנראות הכנסות החברה מדיבידנדים גם בעתיד. תרחיש הבסיס של מידורג מעריך כי בשנים 2018-2019 היקף הדיבידנדים של החברה מהמוחזקות צפוי לעמוד בטווח שבין 20 - 25 מיליון דולר (חלקה של פורמולה). מטריקס צפויה לתרום כ-50% מהיקף הדיבידנדים הצפויים והיתר צפוי לנבוע ממג"ק וסאפיינס בחלקים דומים. לסאפיינס אמנם אין מדיניות חלוקה אולם היא בעלת טרק רקורד יציב של חלוקה לאורך השנים ומידורג מעריכה כי גמישותה הפיננסית הגבוהה, בזכות מינוף מתון, תומכת ביכולתה לשאת בחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. מידורג מניחה כי לאור המינוף המתון גם ביתר המוחזקות, קיימת גמישות נוספת לעמוד בחלוקת הדיבידנד גם במידה ואחת המוחזקות תספוג שחיקה מסוימת בתוצאות באחת השנים.

תרחיש הבסיס של מידורג צופה כי יחס כיסוי הריבית (ICR) של פורמולה (סולו) בשנים 2018-2019 ינוע בטווח של 5.0-6.0. יחס זה הינו מהיר ומבטא את רמת המינוף המתונה יחסית להיקף הדיבידנדים (אולם מבלי להביא בחשבון את הדיבידנדים המשולמים לבעלי

המניות בחברה). יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH)² - מבלי להביא בחשבון את גיוס אגרות החוב המתוכנן על ידי החברה - צפוי לעמוד בשנת 2018 על 1.5-1.7 ובשנת 2019 לרדת לכ-0.3, בשל הפרעון הגבוה בחודש מרץ 2019. הגיוס המתוכנן של אגרות החוב ישפר את יחסי הכיסוי בטווח הקצר, ויחס שירות החוב הכולל בשנת 2019 יעלה בעקבות הגיוס לכ-0.8. יחס שירות החוב לשנתיים הקרובות אינו בולט לטובה יחסית לרמת הדירוג ומושפע ממבנה לוח הסילוקין בשנים אלו.

רמת המינוף המתונה מפצה על ריכוזיות עסקית והישענות על שווי השוק של המניות

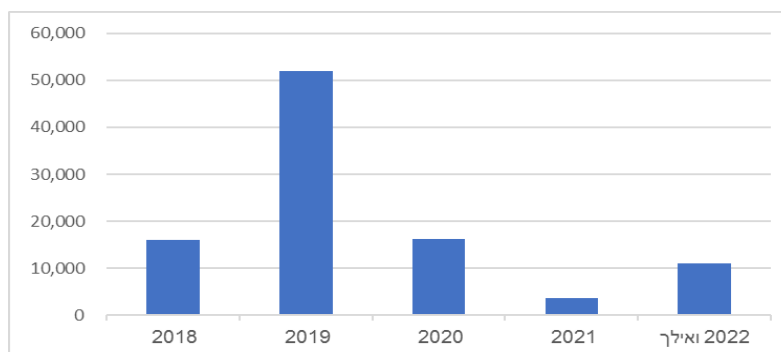
היקף החוב הפיננסי של החברה צפוי להסתכם בכ-125 מיליון דולר פרופורמה לגיוס המתוכנן של אגרות החוב ולאחר פירעון חלות שוטפת של הלוואה בסך כ-12 מיליון דולר שבוצע בתחילת שנת 2018. בהתאם למדיניות החברה, חלק מתמורת האג"ח מיועדת לעיבוי הנזילות לקראת פירעון הקרן הצפוי במרץ 2019. מידרוג מניחה כי החברה תשמור על רמת חוב פיננסי ברוטו בטווח 120-130 מיליון דולר בין השנים 2018-2019, כאשר החוב הפיננסי נטו צפוי לעמוד בטווח שבין 90 - 100 מיליון דולר. רמת המינוף (LTV) הנגזרת מכך בהתבסס על שווי השוק של האחזקות הסחירות בסמוך למועד דוח זה הינה כ-15% ולאורך זמן מידרוג מביאה בחשבון טווח מינוף שבין 15% - 20% בהתחשב גם בתנודתיות שווי השוק של המניות. יש לציין כי שווי המניות הנוכחי הינו לאחר ירידה חדה בשווי השוק של מניות סאפינס (ירידה של כ-20% מאז תחילת 2017).

נזילות החברה משפעת לשלילה מהיקף גבוה של פירעונות קרן בשנת 2019

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנשענת על רמת מינוף מתונה כנזכר לעיל, וכן על מרכיב גבוה של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ-670 מיליון דולר על בסיס מחירי שוק בסמוך למועד דו"ח זה (כ-620 מיליון דולר פרופורמה לגיוס אגרות החוב בהתבסס על מחירי השוק הנוכחיים). מניות אלו מהוות כ-80% משווי אחזקות החברה (כ-74% פרופורמה לגיוס אגרות החוב). החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה.

בתחזית המקורות והשימושים לשנת 2018 מביאה מידרוג בחשבון שני מקורות עיקריים (לפני גיוס אגרות החוב): יתרת מזומנים הצפויה לתחילת השנה בסך כ-12 מיליון דולר ודיבידנדים מחברות מוחזקות בטווח שבין 20 - 25 מיליון דולר. השימושים העיקריים הינם תשלום ריבית והוצאות נוספות בסך כ-6 מיליון דולר, פרעונות קרן בגין שנת 2018 בסך כ-22 מיליון דולר וכן כרית מזומנים הנדרשת לתשלום קרן אגרות חוב להמרה (סדרה ב') בחודש מרץ 2019 בסך כ-35 מיליון דולר (נציין כי מידרוג אינה מביאה בחשבון בתרחיש הבסיס המרה למניות של אגרות החוב). עודף השימושים על המקורות כדלעיל, ומבלי להביא בחשבון דיבידנדים לבעלי המניות והשקעות הוניות, גוזר צורך בגיוס חוב בסך 30-25 מיליון דולר. החברה מתכננת גיוס אגרות חוב (סדרה א') בסך 150 מיליון \$ (כ-43 מיליון דולר) שתמורתן תשמש הן לעיבוי הנזילות כנגזר לעיל והן לשימושים השוטפים, ולרבות דיבידנדים והשקעות ברכישת חברות ו/או בהגדלת אחזקות בחברות הפורטפוליו. בתרחיש הבסיס הניחה מידרוג כי בשנת 2018 יסתכמו ההשקעות ההוניות מסוג זה בהיקף שבין 10-15 מיליון דולר וכן תבוצע חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בהיקף שבין 12-15 מיליון דולר.

פורמולה מערכות בע"מ (סולו): לוח סילוקין לפירעון התחייבויות ליום 30.09.2017 באלפי דולר



² יחס שירות החוב הכולל לשנה נתונה הינו היחס בין יתרות הנזילות לסוף השנה שקדמה לה בתוספת דיבידנדים צפויים ממוחזקות בשנה הנתונה ובניכוי הוצאות מטה לבין פירעונות קרן וריבית הצפויים לשנה הנתונה.

אופק הדירוג

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
- ביצוע רכישה מהותית שאינה בפרופיל הסיכון/בתחום הפעילות הקיים של החברה

דוחות קשורים

[מטריקס אי טי בע"מ - מעקב, פברואר 2017](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

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 וליסכנוי 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 התחייבות 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>