פורמולה מערכות (1985) בע"מ

8 באפריל, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 160 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסטית אשראי ראשית:

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

אשת קשר נוספת:

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

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 160 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilAA-' לאיגרות חוב בהיקף של עד 160 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי פורמולה מערכות (1985) בע"מ (ilA+/Stable) באמצעות הרחבת סדרה ג'. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר לרכישת פעילות Zap group.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-5 באוגוסט, 2020.

פורמולה מערכות (1985) בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	30/08/2015	05/08/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilAA-	30/08/2015	05/08/2020
סדרה ג	ilAA-	10/03/2019	05/08/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 30, 2015	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	15:51 08/04/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:51 08/04/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דווחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

Maalot
S&P Global Ratings

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

.....

5 באוגוסט, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 4
תיאור החברה 4
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 6
נזילות 7
חלויות חוב 8
ניתוח התניות 9
צפי 9
דרישות 9
סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי 9
התאמות לדירוג 9
ניתוח שיקום חוב 9
שיקולים עיקריים 9
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 10
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 10

התאמות לדיווח הכספי 11
רשימת דירוגים 12

פורמולה מערכות (1985) בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA+/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• מעמד תחרותי גבוה של חברת הבת מטריקס בשוק ה-IT בישראל. • צמיחה מתמשכת בפעילות של חברות הבנות. • מגוון רחב של מוצרים ושירותים, ובסיס לקוחות מגוון עם פיזור ענפי מהותי. • רמת מינוף יציבה. • נזילות הולמת.	• היקף הכנסות ו-EBITDA קטנים בהשוואה למתחרים בשווקים גלובליים. • זכויות קניין רוחני בהיקף נמוך יחסית ויכולות מוגבלות בתחום המחקר והפיתוח. • תלות גבוהה בדיבידנדים מחברות בנות לצורך שירות החוב.

כפי שחזינו, ב-2019 נמשכה הצמיחה בחברות הבנות הציבוריות מטריקס, מג'יק וסאפיינס. כמו כן נרשמה צמיחה אורגנית בחברות InSync ומיכפל. אנו סבורים כי פעילות החברות הבנות תמשיך לצמוח בשנים הקרובות בכ-5%-10% לשנה, בזכות הסינרגיה בין החברות שנרכשו בשלהי 2019 ובתחילת 2020 לבין מוצרי החברה הקיימים, בד בבד עם צמיחה אורגנית.

אנו סבורים כי השפעות מגפת הקורונה על גיוס לקוחות חדשים בחברות הבנות, בעיקר באירופה ובארצות הברית, יקוזזו על ידי רכישות ומיזוגים בהיקפים קטנים עד בינוניים שבוצעו בשלהי 2019 והשנה.

במקביל אנו צופים קיטון בחוב של פורמולה מערכות ב-2020 בשל המשך פירעונות סדרות אג"ח א' ו-ג'. אנו מניחים שהחברה תחלק בשנת 2020 דיבידנד בסך של כ-10-15 מיליון דולר, בדומה ל-2019, ותמשיך לבצע רכישות בהיקפים קטנים עד בינוניים בשנים הקרובות. לפיכך אנו מעריכים שהחברה תשמור בטווח הבינוני על יחס חוב ל-EBITDA של 2.5x-3.0x, ההולם את הדירוג הנוכחי.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאה באזורים מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שחברת הבת של פורמולה מערכות, מטריקס, תשמור על מעמדה כשחקנית מובילה בשוק ה-IT בישראל, ושהביצועים התפעוליים של שאר החברות הבנות יישארו יציבים לכל הפחות. בנוסף, התחזית משקפת את הערכתנו שהיחס המתואם חוב ל-EBITDA לא יעלה על 3.0x לאורך זמן ושרמת ייצור המזומנים של הקבוצה לא תישחק.

התרחיש השלילי

לחץ שלילי יופעל על הדירוג אם יחס החוב המתואם ל-EBITDA יעלה על 3.0x. תרחיש זה עשוי להתממש אם תחול התדרדרות בביצועים התפעוליים ובשווי של החברות הבנות, או אם יחול גידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי של הקבוצה בשל מימון רכישות או חלוקת דיבידנדים גדולים לבעלי המניות.

התרחיש החיובי

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- המשך צמיחה בפעילות מטריקס, סאפיינס, מג'יק ו-TSG כתוצאה ממיזוגים ורכישות וצמיחה אורגנית.
- שיעור EBITDA מתואם של כ-10%-13% בשנים 2020 ו-2021.
- חלוקת דיבידנד בהיקף של 10-15 מיליון דולר בשנה.
- קבלת דיבידנדים מחברות בנות בהיקף שנתי של כ-50 מיליון דולר.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2019A	2020E	2021E
חוב/EBITDA	2.8x	3.0x-2.5x	2.5x-2.0x
חוב/FFO	27.4%	30%-25%	33%-27%

A-בפועל. E-צפוי. FFO – funds from operations.

תיאור החברה

פורמולה מערכות בע"מ ("פורמולה מערכות") נוסדה בשנת 1985 ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובנאסד"ק. באמצעות החברות הבנות שלה, מטריקס אי טי בע"מ (49%), סאפיינס אינטרנשיונל קורפורשיין N.V (47.7%), מג'יק תעשיות תוכנה בע"מ (45.5%), TSG IT Advanced Systems (50%), Insync Staffing (90%), מיכפל מיקרו מחשבים (1983) בע"מ (100%) ואופק תצלומי אוויר בע"מ (86%),

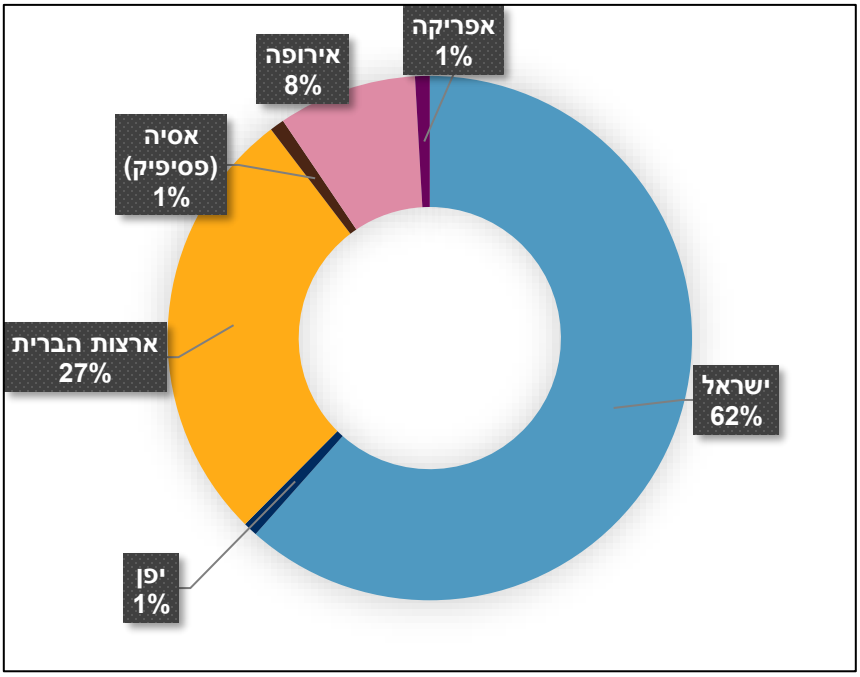
פורמולה מערכות עוסקת בפיתוח, שיווק והפצה של פתרונות תוכנה וכלי תוכנה ובמתן שירותי תוכנה למערכות מחשוב. מטריקס, סאפיינס ומג'יק הן חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בת"א ונכללות במדד ת"א 35 (מטריקס וסאפיינס) ות"א 125 (מג'יק). סאפיינס ומג'יק נסחרות גם בנאסד"ק.

בעלת השליטה בפורמולה מערכות היא קבוצת Asseco הפולנית (25.6%) המתמקדת בפיתוח ושיווק תוכנות ובמתן שירותי תוכנה לארגונים. יתרת המניות מוחזקת בידי חלק ממנהלי החברה, בידי גופים מוסדיים ובידי הציבור.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של פורמולה מערכות נתמכת במגוון רחב של מוצרים ושירותים ובבסיס לקוחות מגוון עם פיזור ענפי מהותי. זאת בזכות פעילויות נישה של החברות הבנות בסקטורים שונים כדוגמת הביטוח, הביטחון, הבנקאות והפיננסים, הטלקום וההייטק.

תרשים 1: פיזור גיאוגרפי (% מההכנסות)



הפרופיל העסקי של פורמולה מערכות מבוסס גם על מעמד תחרותי מוביל בשוק ה-IT בישראל של חברת הבת מטריקס, הנהנית ממוניטין חיובי וממיתוג חזק מזה שנים רבות.

כמו כן, לשוקי הפעילות של החברה חסמי כניסה גבוהים, המתבססים על יחסי עבודה ארוכי טווח עם הלקוחות ועל עלויות החלפה גבוהות של שינוי ספק תוכנה.

בשנים האחרונות ניכרת מגמת צמיחה בפעילויות מטריקס, סאפיינס ומג'יק, שמקורה בעיקר ממיזוגים ורכישות עם חברות בתחומים משיקים באמצעות יישום של צעדי התייעלות והתמקדות התומכים בהרחבת בסיס הלקוחות, וגידול במכירות המשך ללקוחות קיימים.

מנגד אנו סבורים כי היקף ההכנסות וה-EBITDA של פורמולה מערכות קטנים בהשוואה לחברות בקבוצת ההשוואה הגלובלית, הנהנות מיתרון לגודל שמאפשר להן לשאת בעלויות גבוהות של מחקר ופיתוח ולבצע השקעות הוניות מהותיות. יתר על כן, לחברה זכויות קניין רוחני בהיקף נמוך יחסית ויכולות מוגבלות בתחום המחקר והפיתוח בהשוואה לחברות בקבוצת ההשוואה הגלובלית. 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.

נציין כי מקור הצמיחה של חברת TSG נעוץ, בין היתר, בזכייה במכרז הטכנולוגי של משרד הביטחון להעתקת תשתיות המחשוב של צה"ל ואיחודן למרכזי מחשוב בבאר שבע. בראשות התעשיה האוירית לישראל בע"מ (ilAA/Stable/ilA-1+) השותפה (50%) ב-TSG יחד עם פורמולה מערכות. לאחרונה זכתה TSG יחד עם התעשיה האוירית ושיכון ובינוי במכרז להקמת קריית המודיעין בליקית, במסגרת המהלך הלאומי של העתקת בסיסי צה"ל לנגב. TSG תוביל את ההקמה והתחזוק של מערך התקשוב החל משנת 2026 למשך 26 שנים.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של פורמולה מערכות מבוסס על רמת מינוף בינונית אך יציבה, ומשקף את הערכתנו שהחברה תשמור בטווח הבינוני על יחס חוב ל-EBITDA של 3.0x-2.5x, ההולם את הדירוג הנוכחי.

בשנת 2019 צמחו מכירות החברה בכ-14% לכ-1,701 מיליון דולר, וה-EBITDA המתואם עמד על כ-230 מיליון דולר. זאת בשל איחוד פעילות שנה מלאה של חברות שרכשו מטריקס, מג'יק וסאפיינס, בד בבד עם צמיחה אורגנית של החברות הבנות עצמן ושל חברות InSync ומיכפל.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים גידול של כ-5%-10% במכירות בשנים 2020-2021, בעיקר בזכות הסינרגיה הצפויה בין Sum.Como ו-Calculo למוצרי החברה הקיימים, ובזכות רכישות צפויות נוספות בהיקפים קטנים עד בינוניים דוגמת Delphi Technology Inc. שנרכשה על ידי סאפיינס ביולי 2020 וגסטטנרטק בע"מ שנרכשה על ידי מטריקס (51%) ביולי 2020. כמו כן אנו מניחים צמיחה שנתית של כ-5% ו-10%, בהתאמה, במכירות של מטריקס ומג'יק בשנת 2020, בשל איחוד פעילות שנה מלאה של חברות שנרכשו בשלהי 2019 והשנה. עוד נציין כי השנה יחול גידול קל בהכנסות מצד חברת אופק תצלומי אוויר, שנרכשה בתחילת השנה ותאוחד לראשונה בדוחותיה הכספיים של פורמולה מערכות.

במקביל אנו צופים קיטון בחוב בשנת 2020 בשל פירעונות תשלומי אג"ח. אנו מניחים שהחברה תחלק בשנת 2020 דיבידנד של כ-10-15 מיליון דולר בדומה לשנה שעברה ושתמשיך לבצע רכישות בהיקפים קטנים עד בינוניים בשנים הקרובות.

Table 1.
Formula Systems (1985) Ltd. – Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Diversified Technology

	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	1,701.1	739.2	677.6	560.6	488.6
EBITDA	229.3	116.7	93.7	77.5	79.0
Funds from operations (FFO)	174.5	81.9	65.6	49.3	52.8
Interest expense	16.2	12.9	14.6	13.3	10.5
Cash interest paid	15.7	11.5	8.4	9.0	9.2
Cash flow from operations	196.1	95.0	93.4	88.5	73.1
Capital expenditure	26.8	11.8	18.9	14.3	7.8
Free operating cash flow (FOCF)	169.3	83.2	74.5	74.2	65.3
Discretionary cash flow (DCF)	117.7	44.1	31.1	40.1	38.4
Cash and short-term investments	405.2	163.4	135.6	275.7	170.6
Gross available cash	405.2	163.4	135.6	292.9	170.6
Debt	636.3	321.2	281.7	234.4	213.3
Equity	896.3	465.2	505.8	773.5	628.3
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	13.5	15.8	13.8	13.8	16.2
Return on capital (%)	12.4	7.6	4.8	3.0	12.5
EBITDA interest coverage (x)	14.2	9.0	6.4	5.8	7.5
FFO cash interest coverage (x)	12.1	8.1	8.8	6.5	6.8
Debt/EBITDA (x)	2.8	2.8	3.0	3.0	2.7
FFO/debt (%)	27.4	25.5	23.3	21.0	24.8
Cash flow from operations/debt (%)	30.8	29.6	33.1	37.8	34.3
FOCF/debt (%)	26.6	25.9	26.4	31.7	30.6
DCF/debt (%)	18.5	13.7	11.1	17.1	18.0

החל מ-2019 אנו בוחנים את התוצאות הפיננסיות של פורמולה מערכות על בסיס מאוחד, לפי דוחותיה הכספיים הערוכים על פי כללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS), אשר כוללים איחוד מלא של כל החברות הבנות. בשנים 2015-2018 ביצענו התאמה לדוחות הכספיים ובחנו את יחסי כיסוי החוב בהתאם לאיחוד יחסי (לפי שיעור ההחזקה) של תוצאות החברות הבנות.

נזילות

הערכתנו לרמת הנזילות של החברה משקפת את פרופיל הנזילות של פורמולה מערכות סולו כחברת החזקה. על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת".

אנו סבורים שהעובדה שתיק הנכסים של פורמולה מערכות מורכב בעיקר מנכסים סחירים מעניקה לה גמישות פיננסית מסוימת שבאה לידי ביטוי ביחס LTV (Loan To Value) נוכחי של כ-15% (ללא ניכוי מזומנים

מהחוב). יחד עם זאת, היעדר 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.

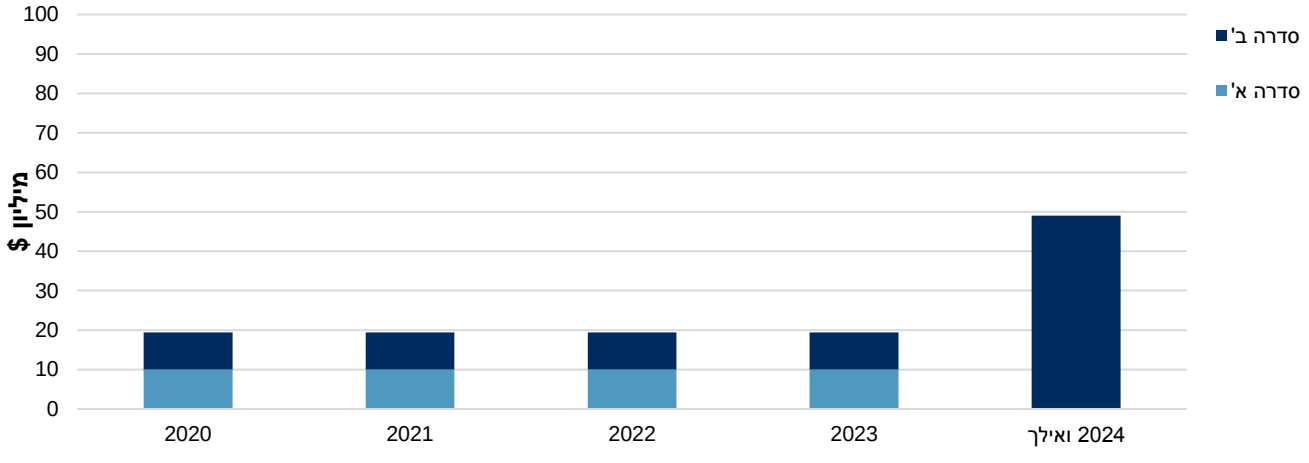
על אף כל זאת נציין כי לפורמולה מערכות, כבעלת השליטה האפקטיבית, השפעה מהותית על חלוקת הדיבידנדים מהחברות המוחזקות, שיתרות המזומנים שלהן גבוהות כיום. עוד נציין כי למג'יק ולמטריקס מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה של עד 75% מהרווח הנקי וכי לסאפיינס מדיניות דיבידנד מוצהרת לחלוקה של עד 40% מהרווח הנקי המתואם (Non-GAAP). אנו מעריכים כי היחס בין המקורות הנזילים של פורמולה מערכות לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2020:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-54 מיליון דולר. • דיבידנדים מחברות בנות בהיקף של כ-50 מיליון דולר.	• תשלום חלויות חוב של כ-20 מיליון דולר. • תשלומי ריבית והנהלה וכלליות בהיקף של כ-5-10 מיליון דולר. • חלוקת דיבידנדים של כ-10-15 מיליון דולר.

חלויות חוב

תרשים 2: חלויות חוב סולו (מיליון $)



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

ניתוח התניות

צפי

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הבינוני.

דרישות

על החברה לשמור שההון המיוחס לבעלי המניות שלה (לא כולל זכויות מיעוט) על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים לא יפחת מ-160 מיליון דולר על פי תנאי אג"ח א' ומ-215 מיליון דולר על פי תנאי אג"ח ג'. כמו כן, עליה לשמור שיחס החוב נטו ל-CAP לא יעלה על 65% ושיחס החוב נטו ל-EBITDA לא יעלה על 5.0x. בנוסף על החברה לשמור שיתרת המזומנים (סולו) תהיה גבוהה מהריביות החצי שנתיות לאג"ח א' ו-ג'.

סיכוני סביבה, חברה וממשל תאגידי

חברות העוסקות בתחום התוכנה לרוב משתמשות באופן מוגבל בתשתיות פיסיות כגון מתקני ייצור ולכן מייצרות מעט גזי חממה ופסולת. במקרה של פורמולה מערכות אף אין שימוש רב במתקני עיבוד מידע (data centers) העשויים לצרוך כמויות גדולות של אנרגיה. לפיכך, אנו רואים את הסיכון הסביבתי כניטרלי לדירוג.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA-', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של פורמולה מערכות (1985) בע"מ המובטחות בשעבוד ראשון וקבוע על מניות של מטריקס, סאפיינס ומג'יק (סדרות א' ו-ג').
- דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח של 70%-90%. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על קיטון צפוי בשווי הבטוחה בדרך לכשל פירעון היפותטי.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלות במדינות הפעילות יוביל לירידה חדה בביקוש למוצרי הקבוצה. במקביל יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בשוק ה-IT ויובילו לשחיקת הרווחיות הגולמית. מגמות אלו יובילו להתדרדרות בביצועים התפעוליים של הקבוצה ולירידה משמעותית בשוויין של החברה והחברות הבנות שלה.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV על כ-100% בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות החברה ומניות מטריקס, מג'יק וסאפיינס. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי בעת פירוק (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-70 מיליון $
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-66 מיליון $
- סך חוב מובטח: כ-82 מיליון $
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-90%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 2

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

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. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של פורמולה מערכות (1985) בע"מ לשנת 2019 הן התאמה לחוב הפיננסי בגין אופציית מכר לרכישת חלק המיעוט בהיקף של כ-55 מיליון דולר, קיזוז מזומן מהחוב המדווח בגין חלויות שוטפות והתאמות פנסיה לחוב הפיננסי בהיקף של כ-5 מיליון דולר.

Table 2.

Formula Systems (1985) Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2019

Formula Systems (1985) Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported	**494.1**	**421.6**	**225.4**	**138.5**	**229.3**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(39.1)
Cash interest paid	--	--	--	--	(15.7)
Reported lease liabilities	109.4	--	--	--	--
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	4.5	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(40.6)	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	3.9	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	5.6	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	474.7	--	--	--
Debt: Contingent considerations	14.0	--	--	--	--
Debt: Put options on minority stakes	54.9	--	--	--	--
Total adjustments	**142.2**	**474.7**	**3.9**	**5.6**	**(54.8)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Funds from operations
Adjusted	636.3	896.3	229.3	144.1	174.5

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב- CW, 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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיםCorporate Methodology , 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: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים , 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג שלS&P Global Ratings , 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים	
פורמולה מערכות (1985) בעמ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilA+\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
סדרה א	ilAA-
סדרה ג	ilAA-
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
אוגוסט 28, 2015	ilA+\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	15:15 05/08/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:15 05/08/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.