

אלביט מערכות בע"מ

דוח אנליטי | מאי 2010

1

מחברת:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלביט מערכות בע"מ

דירוג סדרה	Aa1
------------	-----

הדירוג ניתן לאגרות חוב שעשויה להנפיק אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה"), בסך של עד 350 מיליון דולר (שערכם הנקוב בשקלים למועד דוח זה הינו כ-1,331 מיליון ש"ח), שלא תהייה מובטחות בשעבוד כלשהו. תנאי אגרות החוב טרם נקבעו. ככל שהחברה תבצע גיוס כאמור, בכוונת החברה לבצע גידור מלא, באמצעות עסקת החלפה, כנגד החשיפה המטבעית בין אגרות החוב השקליות לבין הדולר, שהינו מטבע הפעילות העיקרי. למעט באלישרא, לחברה אין כיום שעבודים ספציפיים לטובת הבנקים המממנים, ואין להערכת ההנהלה במועד דו"ח הדירוג צורך בהעמדת שעבודים ספציפיים לטובת הבנקים גם בעתיד (למעט שעבודים שיהיו, ככל שיהיו, בקשר עם התחייבויות של חברות שהחברה עשויה לרכוש בעתיד).

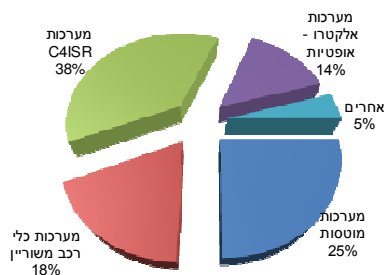
דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10/05/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

פרופיל החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה ישראלית רב לאומית העוסקת ישירות ובאמצעות תאגידים מוחזקים בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק מערכות לוחמה אלקטרונית לשימושים צבאיים באוויר, בים וביבשה. לחברה מגוון רחב של מוצרים ומערכות על בסיס טכנולוגיות שונות בתחומים של תקשורת, תוכנה, מחשבים, מערכות בקרה, התראה והגנה. פתרונות החברה הינם רב-תחומיים וכוללים אינטגרציה של מוצרים בטכנולוגיות ושימושים משלימים. פעילות החברה מתבצעת על פני מספר רב של פרויקטים בכ-50 מדינות ברחבי העולם באמצעות כ-40 חברות תפעוליות. החברה משמשת הן קבלנית ראשית של פתרונות עבור צבאות וממשלות והן כספקית של מוצרים ומערכות עבור יצרניות מובילות בתעשייה הביטחונית בעולם.

2

התפלגות הכנסות לפי תחומי פעילות, באחוזים בשנת 2009



ארבעת קווי הפעילות העיקריים של החברה הינם כדלקמן: מערכות מוטסות - מערכות אלקטרוניות מתקדמות בייצור ובהשבה של כלי טייס צבאיים, בתחומי התקשורת, הניווט, הבקרה, ההתראה וההגנה. בין המוצרים המובילים בתחום נמנים מערכות לניהול תא הטייס, מערכות ראש מתקדמות (כיוון ותצוגת נתונים על גבי קסדות), מערכות מפה דיגיטלית ורבים אחרים. כמו כן, כוללת פעילות זו מערכות אימון, הדרכה ותחזוקה לכלי טייס. החברה הינה ספק ראשי של קסדות לצבא ארה"ב בשיתוף פעולה עם יצרנית מובילה נוספת;

מערכות יבשתיות - השבחה ושדרוג של פלטפורמות לחימה יבשתיות במערכות נשק אלקטרוניות, מערכות צריח נע, עמדות ירי נעות, מערכות ניהול קרב, מערכות לייזר להתראה ולמעקב ועוד. החברה הינה קבלן ראשי של צה"ל לפיתוח והשבחה של טנק המרכבה לדורותיו;

מערכות C⁴ISR - פתרונות אינטגרטיביים של מערכות פיקוד ושליטה, תקשורת ומחשבים, מודיעין ומעקב, המסייעות לניהול שדה הקרב באוויר, בים וביבשה. תפקידן של המערכות לסייע בניהול שדה הקרב בזמן אמת באמצעות קבלת מידע רב ממספר מערכות בו זמנית, עיבודו של המידע והצגתו בצורה הנוחה ביותר למשתמש. תחום פעילות זה זוכה להתעניינות הולכת וגוברת מצד ממשלות וצבאות ברחבי העולם במהלך השנים האחרונות, ויחד עם תחומי פעילות נוספים תרם לחלק משמעותי בצמיחה של החברה בשנתיים האחרונות, בפרט עם השלמת הרכישה של תדיראן קשר

באפריל 2007. תחום נוסף השייך לקו פעילות זה ולו תפקיד מרכזי בפעילות החברה בשנים האחרונות, המטוסים הבלתי-מאוישים (מל"ט). החברה משמשת כספק עיקרי של מערכות אלו למדינת ישראל. כמו כן, החברה משמשת כספק עיקרי של מערכות אלו לצבא הבריטי בשיתוף פעולה עם יצרנית מובילה נוספת;

מערכות אלקטרו-אופטיות - החברה מפתחת ומייצרת קשת רחבה של מוצרים אלקטרו אופטיים ומוצרי גילוי והתראה כולל שימוש בטכנולוגיית לייזר וטכנולוגיית הדמאה תרמית לשימוש צבאי באוויר, בים, ביבשה ובחלל.

החברה הציגה לאורך השנים האחרונות פעילות ענפה של מיזוגים ורכישות, בהשקעה מצטברת של כ- 800 מיליון \$ במהלך השנים 2005-2009. הרכישות הבולטות הינן רכישת 70% באלישרא בשנת 2005, רכישת שליטה מלאה בתדיראן קשר בשנת 2007 והשלמת רכישת השליטה בקינטיקס בשנת 2009.

החברה מעסיקה כ-11,000 עובדים, מהם כ-8,500 עובדים בישראל, כ-1,800 בארה"ב והיתר בחברות הבנות ברחבי העולם. מרבית העובדים מועסקים באמצעות חוזים אישיים וכ-2,000 עובדים בחברות בת מועסקים תחת חוזה קיבוצי. כמחצית מהעובדים בחברה הינם צוות טכני, מהנדסים ואנשי ניהול, עם המחצית השנייה נמנים עובדי ייצור, עובדי מטה ואחרים. החברה מפתחת, מייצרת, מרכיבה ובודקת את מוצריה בכ-50 אתרים שונים בישראל, בארה"ב, באירופה ובשאר העולם. המתקנים נפרסים על שטח של כ-417 אלף מ"ר, מרביתם בישראל ובארה"ב.

אלב"ט, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני \$ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	
1,070	1,523	1,982	2,638	2,832	הכנסות
280	373	516	767	849	רווח גולמי
67	92	108	249	262	רווח תפעולי
32	72	77	204	215	רווח נקי
26.1%	24.5%	26.1%	29.1%	30.0%	רווח גולמי %
6.3%	6.0%	5.4%	9.4%	9.3%	רווח תפעולי %
125	150	207	378	386	EBITDA
111	111	183	335	346	תזרים מפעולות, FFO
59	65	106	129	108	השקעה ברכוש קבוע
189	32	354	25	178	השקעה ברכישת חברות
1,622	1,773	2,789	2,940	3,054	סך נכסים במאזן
97	88	376	278	280	יתרות נזילות
263	153	460	285	389	חוב פיננסי
464	500	556	800	857	הון עצמי
28.6%	28.2%	19.9%	27.2%	28.1%	הון למאזן

מתודולוגיה לדירוג

בקביעת דירוג החברה הסתמכה מידרוג על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג חברות בתחום התעשייה הביטחונית. מתודולוגיה זו כוללת ארבע קבוצות עיקריות של פרמטרים לדירוג: מיצוב עסקי, רווחיות, מינוף, נזילות ותזרים. בצד העסקי נבחנת החברה לפי פרמטרים הכוללים: גודל, הנמדד בהיקף פעילות, גיוון הפעילות על בסיס תחומי פעילות שונים וכן יציבות וראות עסקית הנמדדות, בצבר ההזמנות ובחסמי הכניסה לענף. בצד הרווחיות נכללים פרמטרים המודדים את הרווחיות התפעולית הממוצעת ואת מגמתה לאורך שנים וכן את תשואת הרווח הנקי לנכסים הממוצעת לאורך זמן. בצד הפיננסי נכללים פרמטרים של רמת המינוף, הנמדדת ביחס החוב הפיננסי להכנסות ולרווח התפעולי, רמת הנזילות ויחסי תזרים לחוב הפיננסי ברוטו ונטו. המשקל של כל אחד מהפרמטרים בחישוב המשקלל של הדירוג נע בין 3%-9%.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בגיוון עסקי, המתבטא בקשת רחבה של מוצרים, ביזור גיאוגרפי ובסיס לקוחות רחב. לחברה אסטרטגיה ממוקדת ומוכחת לפיתוח גישה לשווקים חדשים, התומכת בביזור הכנסותיה; הדירוג נתמך גם על-ידי העליונות הטכנולוגית של אלביט נוכח נכסים טכנולוגיים משמעותיים, זיקה למערכת הצבאית והמבצעית בישראל והשקעה גבוהה ומתמשכת במחקר ופיתוח, התורמים לשימור והשבחת היכולות הטכנולוגיות; להערכת מידרוג, נכסי החברה הינם בעלי ערך אסטרטגי עבור מדינת ישראל; החברה פועלת בהצלחה לחיזוק נוכחותה בתעשייה הצבאית העולמית דרך שיתופי פעולה עם חברות ענק. לכך תורמת העובדה כי פעילות אלביט מתמקדת באמצעי לחימה אלקטרוניים, המהווים סגמנט צומח בענף בעולם; הניסיון המקצועי רב השנים של ההנהלה בהובלת חברה רב לאומית ותהליכי מיזוג ורכישות מוצלחים תומכים בדירוג הגבוה; לחברה רמת מינוף נמוכה יחסית, הנגזרת מתזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת, המהווים את המקור העיקרי למימון פעילותה; בנוסף, הדירוג נתמך ברמת הנזילות הטובה ובגמישות פיננסית המוערכת כגבוהה.

להערכת מידרוג, ענף התעשייה הביטחונית בעולם נסמך על תקציב הביטחון העולמי, המאופיין בתנודתיות וצפויה בו התמתנות מסוימת במהלך השנים הקרובות, לאחר עלייה מתמשכת של כעשור; החברה מתמודדת בעיקר בשווקים זרים, מול חברות מקומיות גדולות ומבוססות, זאת כאשר חלוקת תקציב הביטחון מושפעת מהטיה ביתית, הפועלת לטובת החברות המקומיות ומשיקולים פוליטיים; לצד הצמיחה המרשימה בהכנסות, רשמה החברה האטה בצמיחת צבר ההזמנות - התפתחות המעיבה במידה מסוימת על הצמיחה העתידית ממקורות פנימיים; הרווחיות הממוצעת בחברה לאורך זמן דומה לזו של הענף. בשנתיים האחרונות נרשם בה שיפור ניכר, שאינו בהכרח פרמננט, וחלקו נתמך על-ידי רוח גבית של פרמטרים מאקרו כלכליים; נכון למועד הדירוג לא נמסרה למידרוג תוכנית השקעה קונקרטית, עובדה המקשה להעריך את ההשפעות העתידיות של הרכישות על תוצאותיה העסקיות ויחסי הכיסוי.

4

ניהול ואסטרטגיה

שדרת ניהול רחבה ומנוסה

הנהלת החברה הבכירה מונה כ-20 מנהלים, בהם נשיא החברה ו-19 סמנכ"לים, חלקם עומדים בראש החטיבות העסקיות וחלקם עומדים בראש מחלקות תפעוליות, הנותנות שירות לכלל החברה. מנהלי החטיבות המקצועיות בחברה מאופיינים בוותק וניסיון רב בתחומם, מרביתם אנשי צבא לשעבר, בעלי ניסיון ניהולי ומבצעי בכיר וארוך שנים. חלק גדול מבעלי התפקידים הבכירים צמחו בתוך החברה, תוך התנסות בתפקידי ניהול שונים לאורך ולרוחב השדרה הניהולית. למרבית חברי ההנהלה ניסיון רב גם בתפקידים שיווקיים.

רב-לאומיות

פעילות החברה מתבצעת בעשרות מדינות שונות ברחבי העולם, מרביתה באמצעות חברות בנות. עם זאת, בסיסה של החברה הינו בישראל והנהלתה הבכירה מורכבת במרביתה ממנהלים ישראלים. החברה נוקטת במדיניות של שמירה על צביון לוקאלי בכל אחת ממדינות הפעילות, לצד חתירה לזהות תאגידית אחידה. הצביון הלוקאלי בא לידי ביטוי בשימור הנהלה ותרבות ארגונית מקומיים, שימוש בקבלני משנה מקומיים ושימור עצמאות ניהולית לחברות הבנות. ביסוס הניהול הלוקאלי נועד בין השאר להקל על התמודדותה של אלביט בענף המאופיין בהעדפה של חברות מקומיות על פני חברות זרות. החתירה לזהות תאגידית נועדה לאפשר לאלביט למצות את הסינרגיה בין הטכנולוגיות והמוצרים השונים ולהציע פיתרון כולל ללקוח. בנוסף, היא נועדה ליצור מחויבות של עובדי החברה בכל רחבי העולם להצלחה הכלולת של החברה. מיצוי הסינרגיה בין החטיבות לאורך היחידות הגיאוגרפיות השונות הינו ערך שחשיבותו הולכת וגדלה ככל שגדל סל המוצרים והמערכות הופכות אינטגרטיביות יותר.

התמקדות בפעילות בשוק הביטחוני

במהלך השנים האחרונות הנהלת החברה התמקדה בצמיחה בפעילות העסקית של החברה הן באמצעות צמיחה אורגנית והן באמצעות רכישת חברות, בעיקר חברות בתחום הביטחוני או בעלות נקודות השקה מרכזיות לתחום. להערכת מידרוג, החברה תוסיף להתמקד בפעילות בתחום הביטחוני גם בעתיד.

השקעה גבוהה במו"פ שנועדה להבטיח המשכיות היתרון הטכנולוגי

במהלך השנים האחרונות החברה הגדילה את השקעותיה במו"פ. ההשקעות מתבטאות בשיפור מערכות קיימות, פיתוח מוצרים, בתיאום עם לקוחות, התואמים את צורכיהם התפעוליים, פיתוח אבות טיפוס של טכנולוגיות חדשות לצורך הדגמה ללקוחות והשתתפות בתערוכות ענפיות. הפיתוחים החדשים נועדו לשמש את החברה בפרויקטים עתידיים בחטיבות השונות ולחזק את עליונותה הטכנולוגית על-פני המתחרים. אחת הדרכים של ההשקעה במו"פ עתידי הינה באמצעות כח אדם איכותי, המהווה את אחת החוזקות של החברה. האסטרטגיה של החברה הינה לשמר ואף להרחיב את מצבת כ"א גם במהלך תקופות קשות.

התרחבות באמצעות רכישות ומיזוגים

כפי שכבר צוין, חלק משמעותי במיצובה של אלביט כחברה מובילה בתחום האלקטרוניקה הצבאית בעולם הינו יכולתה לזהות חברות שיתפחו בפניה גישה לשווקים חדשים ו/או יקנו לה יתרון טכנולוגי מול מתחרים, רכישתן ומיזוגן המוצלח. בפרט ראוי לציין את רכישת תדיראן כנקודת מפנה משמעותית בהתפתחות החברה. החברה צפויה להוסיף ולפעול באסטרטגיה דומה גם בעתיד, תוך התמקדות ברכישת חברות שיקנו לחברה גישה לשווקים חדשים או יעמיקו את נוכחותה בשווקים קיימים. עם הסיכונים הנפוצים בתהליך המיזוג נמנים: טעות בהתאמה אסטרטגית ו/או תרבותית של החברה הנרכשת, הנחות בלתי סבירות לגבי העסקה וטעות בהערכת מחיר העסקה. סיכונים אלו עשויים להתבטא בעזיבת אנשי מפתח מהחברה הנרכשת, בעלויות מיזוג גבוהות מהמצופה או בקושי בהשגת הסינרגיה המצופה. אלביט מבצעת תהליך בדיקה מובנה וממושך טרם ביצוע הרכישה, באמצעות צוותים מקצועיים ומעורבות מטה החברה. החברה מתמודדת בתחרות גבוהה על רכישות אטרקטיביות, נוכח הנטייה האינהרנטית של החברות הגדולות בענף לביצוע רכישות ומיזוגים. התחרות מתמקדת לפיכך במחיר המכירה ובפרמיה שמציעה הרוכשת על בסיס הפוטנציאל העסקי. במהלך העשור החולף ביצעה אלביט מספר רכישות בולטות: אל-אופ בשנת 2000, אלישרא בשנת 2005 ותדיראן קשר בשנת 2007, זאת בנוסף לעשרות רכישות ומיזוגים בהיקפים קטנים יחסית. במרבית הרכישות עמדה החברה בהצלחה ביעדים שהוצבו בעת הרכישה. עם זאת, רכישת אלישרא, למשל, מדגימה את האתגרים הכרוכים בתהליך מיזוג שעשוי להימשך זמן ממושך.

חוזקות

גיוון עסקי הכולל מגוון רחב של מוצרים, פיזור גיאוגרפי ובסיס לקוחות רחב

לחברה גיוון עסקי רחב, המתבטא בביזור מוצרים, שווקים ולקוחות. הגיוון העסקי מאפשר לחברה להשתתף במספר רב של מכרזים ולהציע ללקוחות קשת רחבה של פתרונות. גיוון המוצרים מאפשר לחברה ליזום שיתופי פעולה עם יצרניות בענף ולחזק את מעמדה התחרותי. לחברה פיזור גיאוגרפי רחב. פעילותה ייחודית בתעשייה הביטחונית העולמית, בכך שמרבית הכנסותיה (כ-80%) נובעות משווקים זרים, זאת בשונה מרוב החברות הביטחוניות בעולם, המשווקות בעיקר לשוק המקומי. מאפיין זה מציב בפני החברה אתגרים עסקיים וניהוליים משמעותיים, בהיות ענף התעשייה הביטחונית מוטה שוק מקומי, אולם פותח בפניה כר נרחב לשיתופי פעולה עם שחקניות הענף, בעיקר בארה"ב ובאירופה. לחברה לקוח משמעותי אחד בהיקף מעל 10%: משרד הביטחון (מהווה בממוצע כ-20% מההכנסות בשנים האחרונות). לקוח מהותי נוסף הינו ממשלת ארה"ב שהיוותה כ-6% מההכנסות בשנים האחרונות. מעבר לכך, בסיס הלקוחות רחב ומפוזר גיאוגרפית.

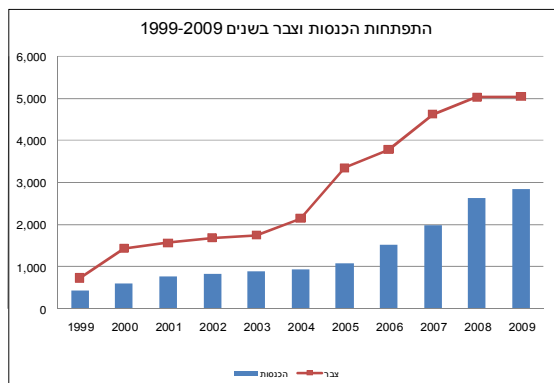
עליונות טכנולוגית הנובעת בין השאר מהזיקה למערכת הצבאית המבצעית בישראל

להערכת מידרוג, אחד הגורמים להצלחתה של אלביט היא הזיקה למערכת הצבאית המבצעית בישראל. המצב הגיאוגרפי, המיקום, המחייב מענה מהיר ואיכותי לצרכים הדינמיים של מערכת הביטחון בישראל, יוצר לחברה נכסים טכנולוגיים משמעותיים, המהווים פלטפורמה להתפתחותה ברחבי העולם. הניסיון המבצעי של מערכת הביטחון הישראלית תורם אף הוא ליכולות הפיתוח והיישום של מוצרי החברה ומהווה יתרון תחרותי משמעותי בשווקי היעד. היתרון במיקומה של אלביט בישראל קשור גם בחשיפתה לכוח אדם טכנולוגי ומבצעי מתוך מערכת הביטחון ומוסדות ההשכלה הגבוהה בישראל.

החברה מוציאה כ-7-8% מהכנסותיה השנתיות למו"פ ישיר נטו. חלק נוסף בהוצאה למו"פ נעשה במסגרת הפרויקטים ללקוחות ומיוחס לעלות המכר. שיעור ההשקעה של החברה במו"פ הינו גבוה ביחס לחברות אחרות בתעשייה, הן בארץ והן בעולם, והדבר מוסבר, בין השאר, בתמהיל הפעילות והמוצרים של החברה שהינו מוכוון טכנולוגיה, בעוד שחלק מהמתחרות פועלות בתחום פיתוח פלטפורמות ובתחום האזרחי שהינם פחות עתירי טכנולוגיה. מרבית ההוצאה למו"פ בחברה ממומנת ממקורותיה העצמיים ועוד כ-1% ממומן בכספי תמיכה ושיתוף פעולה מהמדינה וקרנות מו"פ שונות. להערכת מידרוג, הנכסים הטכנולוגיים, בשילוב ההשקעה המתמשכת במו"פ, מקנים לה בסיס יציב לשימור מעמדה.

צבר הזמנות משמעותי המקנה ראות טובה לשנתיים קדימה

להערכת מידרוג, צבר הזמנות משמעותי הינו אחד המאפיינים החזקים של התעשייה הביטחונית. צבר ההזמנות מקנה לחברות בענף ראות עסקית ופיננסית טובה לטווח הזמן הבינוני. צבר ההזמנות של החברה מהווה אינדיקציה ליכולתה האורגנית לשמר ולהצמיח את הכנסותיה. התפתחות הצבר עשויה לאותת על ההתפתחות העסקית והטכנולוגית בשווקים, ולאפשר את היערכות החברה לשינויים.

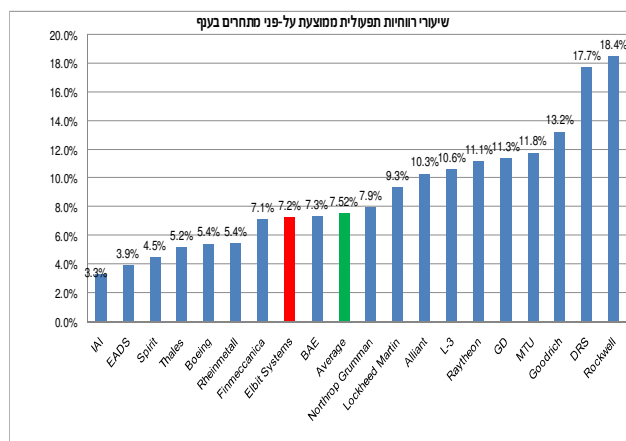


בשנים 2005-2008 החברה הציגה גידול מתמשך בצבר ההזמנות. העלייה התמתנה בשנת 2009 ונכון ל-31/12/2009 לחברה צבר של כ-5.04 מיליארד \$, בהיקף דומה לתחילת השנה. הסטגנציה בצבר בשנת 2009 משקפת, להערכת החברה, את ההאטה בקצב הוצאת ההזמנות על ידי לקוחות, נוכח ההאטה הכלכלית העולמית ואת התארכות תהליך המכירה וקבלת ההזמנות בעקבות זאת. יחס הצבר להכנסות בחברה עומד על כ-1.8 לסוף 2009 - נמוך במעט מהממוצע הענפי העומד על כ-2.0.

יש לציין עם זאת כי חלק ממתחרותיה הגדולות של החברה פועלות גם בתחום פיתוח וייצור פלטפורמות וכן בייצור מטוסים לתחום האזרחי, תחומים בהם החברה אינה פעילה, ומאופיינים בצבר ארוך יותר. שיטת ההכרה בצבר משתנה אף היא מחברה לחברה. כ-72% מהצבר הנוכחי הינו לביצוע במהלך השנים 2010 ו-2011.

רווחיות דומה לטווח הענפי

רווחיות החברה רשמה עליית מדרגה במהלך השנים 2008-2009 על רקע שינוי תמהיל קווי הפעילות בחברה. השיפור הינו בחלקו תוצאה של מיזוג תדיראן שהגדיל את היקף הפעילות של החברה. תוצאות שנת 2008 הושפעו לטובה מפרויקט הצטיידות קצר טווח ומשמעותי בהיקפו בתחום קו פעילות יבשה עבור צבא ארה"ב. השיפור ברווחיות בשנת 2009 נבע בין השאר מפיחות השקל מול הדולר בשנת 2009 לעומת שנת 2008, אשר הוזיל את ההוצאות השקליות במונחים דולריים. הרווחיות מותנה בחלקה על ידי עלייה בהוצאות המו"פ ובהוצאות המכירה והשיווק ביחס להכנסות, נוכח המאמץ השיווקי המוגבר בשווקי פעילות חדשים.



הרווחיות התפעולית הממוצעת בחמש השנים האחרונות בחברה עמדה על כ- 7.3%. טווח הרווחיות השכיח בתעשייה בשנים האחרונות הינו 6-9%. בשנתיים האחרונות ניכרת מגמה מסוימת של שיפור ברווחיות התפעולית בחלק מהחברות הבולטות בענף. יש לציין עם זאת, כי מרבית החברות בענף גדולות בהרבה מאלבית ושונות בתמהיל פעילותן. יתרה מזו, החברות הגדולות פועלות גם בתחום האזרחי השונה במאפייניו וברווחיותו.

מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

בשנתיים האחרונות מזהה החברה שינוי מבני בתהליך המכירה, שמקורו בהגברת הבקרה על תקציבי הביטחון, המובילה לדרישת הלקוחות להכרה מעמיקה של המערכת ולהעריכה עוד טרם חתימת החוזה. משמעות הדבר לעיתים, הינה הארכת תקופת הפיתוח והשיווק עד לחתימת החוזה מחד, וקיצור זמני האספקה ממועד חתימת החוזה, מאידך. להערכת מידרוג, קשה להעריך את השפעת תהליך זה על הרווחיות העתידית.

תזרימי מזומנים חזקים מפעילות לצד עלייה בצורכי ההון החוזר

נוכח הצמיחה המהירה בהיקף הפעילות לצד שיפור הרווחיות, הציגה החברה בשנים האחרונות תזרימי מזומנים תפעוליים חזקים. תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, שהיה חיובי וגבוה בכל אחת מחמש השנים האחרונות, היווה את מקור המימון העיקרי להשקעות השוטפות ולדיבידנד. החוב הפיננסי נצרך בעיקר בהתאם לצורכי ההשקעה ברכישת חברות. התזרימים החופשי (FCF) היה תנודתי לאורך השנים נוכח השקעות ברכישות ומיזוגים.

העלייה בצורכי ההון החוזר בשנתיים האחרונות, בעיקר גידול בימי הלקוחות וירידה במקדמות מלקוחות, נגסה בתזרימי השוטף. לדברי החברה, הירידה במקדמות נובעת משינוי בתהליך ההתקשרות והתשלום בענף התעשייה הביטחונית, הן נוכח המיתון הכלכלי העולמי והן נוכח התקצרות זמן האספקה. על רקע השינוי המבני המתואר לעיל, נרשמה עלייה בירתת הלקוחות בשנת 2009 שנבעה ממספר מצומצם של פרויקטים.

אלבית: נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, במיליוני \$

2005	2006	2007	2008	2009	
125	150	207	378	386	EBITDA
111	111	183	335	346	תזרימי מפעילות - FFO
76	90	79	(126)	(136)	ירידה (עלייה) בהון חוזר
187	201	262	209	210	תזרימי מפעילות שוטפת - CFO
(59)	(65)	(106)	(129)	(108)	השקעה ברכוש קבוע
(189)	(32)	(354)	(25)	(178)	רכישת חברות / פעילויות
(22)	(24)	(27)	(33)	(76)	דיבידנד ששולם לבעלי המניות - Div
3	5	1	50	33	תמורה ממימוש השקעות
(83)	80	(226)	23	(42)	תזרימי מזומנים חופשי לאחר רכישת חברות - FCF *
89	87	156	303	270	תזרימי מזומנים פני - RCF

* אינו כולל תמורה ממימוש השקעות

רמת מינוף נמוכה יחסית יחסי כיסוי טובים

לחברה היקף חוב פיננסי נמוך יחסית כיום, וכך היה גם במהלך כל השנים האחרונות. מרבית החוב נובע מהלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים. יחס החוב הפיננסי לקאפ עומד על כ-30%. רמת המינוף עלתה בשנת 2007 על רקע צורכי המימון ברכישת תדיראן. בשנת 2008 חלה ירידה לאור צמצום בצורכי ההשקעה ותמורה שהתקבלה ממימוש אחזקות בחברה שאינה בתחום הפעילות של החברה. בשנת 2009 ניכר שוב גידול מסוים בחוב הפיננסי על רקע הרכישות שהחברה ביצעה במהלך השנה. יחסי הכיסוי השוטפים הינם מהירים הן בשל התזרימים החזקים והן בשל רמת החוב המתונה. יחס החוב לתזרים החופשי FCF - מושפע בעיקר ממיזוגים ורכישות ומפגין תנודתיות גבוהה, בהתאם לעיתוי הרכישה. יש לציין כי יחס כיסוי החוב לתזרים החופשי, לאחר מיזוגים ורכישות, מוטה בשנת הרכישה, באופן שהוא מגלם את מלוא החוב בגינה אך לא את מלוא התרומה לתזרים.

אלבט, יחסי כיסוי

2005	2006	2007	2008	2009	
2.1	1.0	2.2	0.8	1.0	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.4	1.4	2.5	0.9	1.1	חוב פיננסי ל-FFO
neg	1.9	neg	12.5	neg	חוב פיננסי ל-FCF
2.9	1.8	3.0	0.9	1.4	חוב פיננסי ל-RCF
1.3	0.4	0.4	0.0	0.3	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
1.5	0.6	0.5	0.0	0.3	חוב פיננסי נטו ל-FFO
neg	0.8	neg	0.3	neg	חוב פיננסי נטו ל-FCF
1.9	0.8	0.5	0.0	0.4	חוב פיננסי נטו ל-RCF

נזילות וגמישות פיננסית טובות

נזילות החברה נתמכת בעיקר ביכולתה ליצר תזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת. בנוסף, החברה החזיקה בשנים האחרונות יתרות מזומן בהיקף גבוה יחסית, מרביתן נבעו ממיזוג תדיראן בשנת 2007. יש לציין כי חלק מיתרות המזומנים מצויות בחברות הבנות בארץ ובחול"ל והחברה מנהלת את תנועת המזומנים בין החברות. לחברה גמישות פיננסית, הנגזרת ממרכיב מהותי של נכסים תפעוליים בבעלותה, הכוללים צי כלי רכב בעלות מופחתת של כ-60 מיליון דולר וכן חלק מנכסי הנדל"ן המשמשים כמשרדים בישראל, בשטח בנוי כולל של כ-127 אלף מ"ר. לחברה אין מסגרות אשראי מחייבות מבנקים אולם היא כיום כמעט ואינה מנצלת אשראי לז"ק. החוב הבנקאי אינו מובטח בשעבדים ספציפיים ולבנקים קיים בעיקר שעבוד שלילי על נכסי החברה. לחברה הבת אלישרא שעבוד שוטף על כל נכסיה כנגד ערבויות ביצוע. לחברה התחייבויות חוץ מאזניות בעיקר בגין ערבויות מקדמה וערבויות ביצוע ביתרה של כ-861 מיליון \$ ליום 31/12/2009.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

תחרות גבוהה עם ענקיות בתחום

ענף התעשייה הביטחוני הינו תחרותי מאוד, ולצד זאת, ריכוזי מאוד. מגמת המיזוגים והרכישות שאפיינה את הענף, בייחוד בשנות התשעים של המאה הקודמת, יצרה מספר מצומצם יחסית של חברות ענק, הפרוסות על פני תחומים ומוצרים רבים, ופועלות בכל רחבי העולם. אמנם חסמי הכניסה הינם גבוהים מאוד, אך בו זמנית, הקושי להחליף את היצרן ואת המוצר לאחר החדירה הראשונית ללקוח ומשך החוזים הארוך מעודדים תחרות חריפה בין היצרנים על מכרזים חדשים. אלבט מצידה נדרשת להתמודד מול חטיבות של חברות ענק בעלות גב כלכלי חזק, להן קשר אסטרטגי ורב שנים עם הלקוחות. כחברה קטנה במונחי התעשייה העולמית, יכולתה של אלבט להתחרות בשוק מבוססת על יכולת טכנולוגית גבוהה, ניסיון צבאי מבצעי מוכח, גיוון מוצרים, המאפשר להציע פתרונות משולבים וכן שיתופי פעולה עם שחקניות גדולות ממנה.

חברה ישראלית המתמודדת בשווקים המאופיינים בהטיה ביתית

ככלל, הלקוחות בענף התעשייה הביטחונית מאופיינים בהעדפה לקבלנים מקומיים. העדפה זו נובעת מגורמים פוליטיים, ביטחוניים, חברתיים וכלכליים. אלביט, כחברה שבסיסה בישראל, הינה ייחודית בתעשייה בכך שרק מיעוט ממכירותיה הינן לשוק הבית. להערכת מידרוג, גורם זה מגביל את יכולת התפתחותה בשווקים מסוימים. החברה מתמודדת עם אתגר זה במספר דרכים: ראשית, כפי שפורט לעיל, החברה חותרת למצב עצמה כחברה רב-לאומית, בעלת זיקה גבוהה לשווקים המקומיים, באמצעות שורה ארוכה של חברות בנות, ובראשן החטיבה האמריקאית. שנית, החברה מקיימת שיתופי פעולה עם חברות מובילות בתעשייה. לבסוף, החברה חותרת באופן מתמיד להרחיב את שווקי הפעילות ולחדור לשווקים בהם היא עשויה לבסס יתרונות דוגמת אסיה, דרום אמריקה ואוסטרליה.

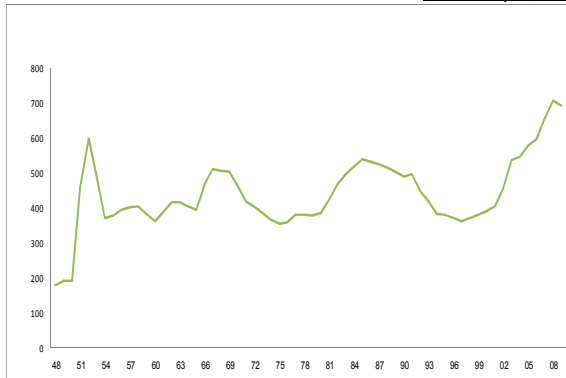
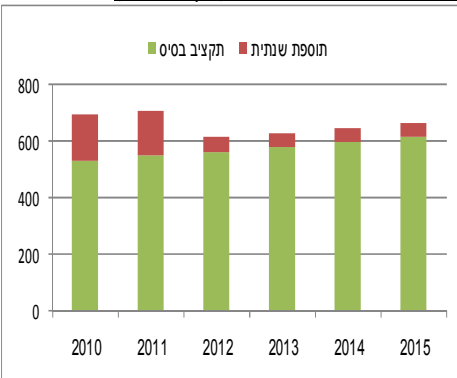
שיקולים פוליטיים משפיעים על העדפת ממשלות ובזמנים מסוימים עלולים לפעול לרעתה של חברה ישראלית

כחברה ישראלית וכקבלנית משנה של תעשיית הביטחון האמריקאית, מנועה אלביט מלפעול במספר שווקים בעולם, אשר, להערכת מידרוג, מחזיקים חלק משמעותי מתקציב הביטחון העולמי. בנוסף, נדרשת אלביט להתמודד מעת לעת עם שינויים באקלים הפוליטי כלפי מדינת ישראל מצד מדינות שונות ברחבי העולם. גם מול אתגרים אלו מתמודדת החברה באמצעות חיזוק הזיהוי הלוקאלי בכל מדינת פעילות. קיים קושי להעריך ולכמת את השפעת השיקולים הפוליטיים על יכולת ההתמודדות של החברה בשווקים השונים. להערכת מידרוג, בשנים האחרונות החברה לא התמודדה עם משברים פוליטיים חריפים ומתמשכים, וככל שאלו יתעוררו, הם עלולים להוות איום על יכולתה התחרותית. לצד זאת, יש לציין כי הפיזור הגיאוגרפי הרחב של פעילות החברה מתן את הסיכון האמור.

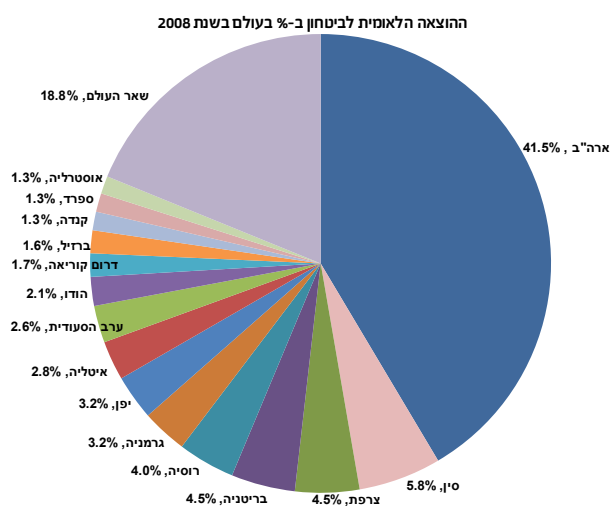
חשיפה למחזוריות ההוצאה הביטחונית בארה"ב ובעולם - האטה בצמיחת התקציבים בשנים הקרובות

אחד הסיכונים האינהרנטיים של הענף הינו התלות של החברות הפועלות בו בתקציבי הביטחון הממשלתיים. תקציבי הביטחון מאופיינים בתנודתיות גבוהה יחסית, אם כי במחזורים ארוכים. מעבר להשפעה של משברים ביטחוניים ספציפיים, תקציבי הביטחון הם תולדה של פרמטרים אקסוגניים ברובם, המונחים משיקולים כלכליים, חברתיים ופוליטיים. העשורים האחרונים ניתנים לחלוקה לשלושה מחזורים: שנות ה-80, שאופיינו בעלייה חדה בתקציבי הביטחון בארה"ב ובעולם כולו על רקע מדיניות ממשל רייגן והמלחמה הקרה; שנות ה-90 המאוחרות, שאופיינו בירידה חדה בתקציבים על רקע סיום המלחמה הקרה ושנות ה-2000, המאופיינות בגידול משמעותי בתקציבים, נוכח העלייה בהוצאות המדינות למלחמה בטרור והתרחבות במספר מוקדי הסכסוך בעולם, בהם משתתפים צבאות מכל העולם.

תקציב הביטחון של ממשלת ארה"ב לשנים 1948-2009, במיליארדי דולר (מקור: DOD)



הצרכנית הגדולה בענף התעשייה הביטחונית הינה ממשלת ארה"ב, שמשקלה כ-41.5% מסך ההוצאה העולמית על ביטחון, אשר ב-2008 נאמדה בכ-1.2 טריליון דולר. במהלך העשור האחרון של המאה הקודמת הצטמצם תקציב הביטחון של ארה"ב בכ-22.9%, אך עם תחילת שנות האלפיים, שהביאו עמם צורך בהתחמשות מחודשת נוכח הלחימה בעיראק ואפגניסטן ומלחמה בטרור בינלאומי, אנו עדים לעלייה של 35.7% בתקציב הביטחון. תחזית משרד ההגנה האמריקאי לתקציב הביטחון של ממשלת ארה"ב לשנים הבאות מציגה עלייה ריאלית של כ-1.0% בתקציב הבסיס וירידה בסך התקציב, הכולל גם את התוספת השנתית המתחדשת. מגמת התמתנות בתקציב עלולה להשפיע לשלילה על הכנסות החברה בעתיד. תחומי פעילות החברה, המתמקדים בתחום האלקטרוניקה הצבאית ומהווים את הבסיס של צבאות בעולם המודרני, מהווים הגנה מסוימת מפני השלכות שליליות של התמתנות תקציבי הביטחון, זאת בשונה מחברות שעיקר פעילותן הינו בייצור פלטפורמת כגון טנקים, אוניות מלחמה, מסוקים ואחרים, החשופות יותר לתנודתיות ארוכת הטווח של תקציבי הביטחון.



מקור: Stockholm International Peace Research Institute figures

חוזים ארוכי טווח - מרביתם במחיר קבוע

שיטת התמחור העיקרית של החברה הינה חוזים במחיר קבוע. הסיכון האינהרנטי הטמון בתמחור זה הינו החשיפה לשינויים בעלויות בתקופה שבין חתימת החוזה ועד סיום ביצועו. במקרה של סטייה מעלויות שהחברה תמחור בחוזה, היא זו שתצטרך לספוג אותן. במטרה לצמצם את הסיכון הכרוך בשיטה זו החברה נוקטת באמצעי בקרה שונים. בנוסף, השינוי המבני שהתרחש בתהליך המכירה במהלך השנה האחרונה צפוי לשפר את הראות העסקית בעת החתימה ולהקטין במידה מסוימת את הסכנות הכרוכות בחוזה במחיר קבוע.

מדיניות מובנית לגידור חשיפה מטבעית

התוצאות הכספיות של החברה מושפעות משינויים בשערי החליפין של המטבעות במדינות הפעילות של החברה. החברה מגדרת את מרבית הכנסותיה שאינן דולריות באמצעות כלים העומדים לרשותה בשוק. בנוסף, החברה מגדרת את ההכנסות השקליות באמצעות גידור טבעי, הנובע מהעובדה שחלק משמעותי של ההוצאות התפעוליות הינו בשקלים כתוצאה ממרכיב שכר גבוה המשולם ברובו בישראל.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקף הרווח שיתבטא בשיפור חד ביחסי הכיסוי תוך ירידה של ממש ברמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לירידה בהיקף ההכנסות העתידיות
 - עלייה משמעותית ופרמננטית ביחס כיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA
 - הרעה ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
 - מדיניות דיבידנד שתחליש את רמת הנזילות ויכולת הפירעון של החברה
- * אין בגורמים המפורטים לעיל כדי לחייב את החברה לפעול או שלא לפעול בדרך כלשהיא.

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (Cap)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הון Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הון - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

דו"ח מספר: CFE0505101300M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

14

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנכונות או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.