



אלביט מערכות בע"מ

דוח מעקב שנתי | מאי 2011

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
Guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אלביט מערכות בע"מ

דירוג סדרות (א')	Aa1	אופק דירוג: יציב
------------------	-----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק יציב לאגרות חוב שהנפיקה אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר	מועד הנפקה	שיעור ריבית שנתי	ערך נקוב (מיליוני ₪)	יתרה בספרים 31/12/2010 במיליוני ₪ *	שנות פירעון האג"ח
א'	1119635	06/2010	4.84%	1,100	1,089	2011-2020

* תורגם מדולר לש"ח לפי שער ליום 31/12/2010. במועד גיוס אגרות החוב ביצעה החברה גידור על כל יתרת אגרות החוב באמצעות עסקת החלפה לפי ריבית דולרית משתנה לייבור + 1.65%.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מעמד עסקי חזק בתחום התעשייה הביטחונית בישראל ובעולם, המבוסס על יכולות טכנולוגיות, צבאיות וניהוליות בולטות לטובה. בולטים לטובה גם היקף הפעילות, גיוון המוצרים והביזור הגיאוגרפי; מעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, התורמת כרבע ממכירות החברה ומהווה מנוע צמיחה. מנועי צמיחה נוספים מושתתים על פעילות מיזוגים ורכישות מוגברת בשנה החולפת וביסוס עסקי החברה במדינות המאופיינות בתקציבי ביטחון צומחים; התמתנות משמעותית של הצמיחה בתקציבי הביטחון מעיבה על כושר הצמיחה בטווח הזמן הבינוני ותורמת להחרפת התחרות העולמית. מנגד, מגמות בתוואי ההתחמשות של צבאות המערב מעניקות לאלביט יתרונות יחסיים באופן שממתן איום זה. רווחיות טובה ויציבה לאורך זמן, הנסמכת בעיקר על מוצרים עתירי טכנולוגיה; מרכיב גבוה של פרויקטים במחיר קבוע והוצאות קבועות מהווים אתגר לרווחיות; יחסי כיסוי מהירים ונתמכים ברמת מינוף סבירה לצד תזרים מזומנים תפעולי חזק.

אופק הדירוג היציב נתמך בצפי לצמיחת הפעילות והרווח בטווח של 12-18 חודשים, תוך שיפור יחסי הכיסוי, לצד הנדילות הטובה.

אלביט מערכות - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני דולר:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	
1,981	2,638	2,832	2,670	הכנסות
527	767	849	798	רווח גולמי
26.6%	29.1%	30.0%	29.9%	שיעור רווח גולמי
127	185	217	234	הוצאות מחקר ופיתוח
108	249	262	207	רווח תפעולי
5.4%	9.4%	9.3%	7.8%	שיעור רווח תפעולי
77	204	215	183	רווח נקי
376	278	280	214	יתרות נזילות
460	285	392	624	חוב פיננסי
19.9%	27.3%	28.1%	27.8%	הון עצמי למאזן
207	378	386	339	EBITDA
183	335	346	279	FFO
(354)	(25)	(68)	(234)	השקעה בחברות בנות וכלולות
(27)	(33)	(76)	(63)	דיבידנדים שחולקו
2.2	0.8	1.0	1.8	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.5	0.9	1.1	2.2	חוב פיננסי ל-FFO

פעילות רכישות ומיזוגים תומכת במגמת הצמיחה ארוכת הטווח ומרחיבה את סל הפעילויות

בין השנים 2005-2009 הציגה אלביט צמיחה דו ספרתית בשורת ההכנסות, בשילוב של צמיחה אורגנית ורכישה של פעילויות סינרגטיות. הכנסות החברה בשנת 2010 ירדו בכ- 5.7% מול שנת 2009, ובכך עצרו את רצף השנים בהן הציגה החברה גידול בהכנסות. הקיטון בהכנסות נרשם כולו במחצית הראשונה של השנה (ירידה של כ-12%) ואילו במחצית השנייה נרשמה יציבות. הקיטון בהכנסות נבע בעיקר מקיטון במכירות מערכות יבשתיות לאירופה, לרבות סיום פרויקט M-60 בטורקיה ומקיטון בהכנסות פרויקט Watchkeeper בבריטניה.

צבר ההזמנות לסוף שנת 2010 הסתכם בכ- 5,446 מיליון דולר, גידול של כ- 400 מיליון דולר בהשוואה לצבר ההזמנות לסוף 2009. הגידול בצבר ההזמנות בולט לטובה בענף ונבע מהגדלת נתח השוק של החברה.

בשנת 2010 השלימה החברה שורה של רכישות, העיקריות שבהן כללו את סולתם ואת M7. רכישת M7 תמורת סך של כ- 85 מיליון דולר, הינה חלק ממאמצי החברה לחזק את תחום ה-MRO¹ ולהרחיב את מעגל הלקוחות של החברה בארה"ב. רכישת סולתם (תמורת כ- 80 מיליון דולר, במסגרת עסקת Mikal) מספקת לאלביט פתרונות בתחום הארטילריה אשר מרחיבים ומשלימים את סל המוצרים הקיימים.

גידול צבר ההזמנות, כמו גם הרכישות שבוצעו, תומכים בצמיחת הכנסות ורווחי החברה בשנה-שנתיים הקרובות, בפרט על רקע האיום של האטת הצמיחה בתקציב הביטחון בעולם המערבי. חרף ירידת ההכנסות שמרה החברה על רווחיות גולמית יציבה, בזכות תמהיל מכירות רווחי יותר והתייעלות בהוצאות. ואולם, שיעור הרווח התפעולי בשנת 2010 ירד ל- 7.8% לעומת 9.3% ו- 9.4% בשנים 2009 ו- 2008, בהתאמה. השחיקה בשיעור הרווח התפעולי בשנת 2010 נבעה מהקיטון בהכנסות ומגידול בהוצאות מחקר ופיתוח אשר היוו 8.8% ממחזור המכירות לעומת 7.7% ו- 7.0% בשנים 2009 ו- 2008. שיעור הרווחיות התפעולית של החברה מוסיף לעמוד בטווח הבינוני של התעשייה העולמית.

המשך ביסוס הפלטפורמה הטכנולוגית

שיעור הוצאות המו"פ עמד על טווח של 7%-9% מההכנסות בשנים האחרונות. החברה הוסיפה בשנת 2010 להרחיב את התשתית הטכנולוגית גם באמצעות מיזוגים ורכישות. החברות עתירות הטכנולוגיה אשר נרכשו בשנת 2010 כוללות את ITL, אדזימוט ופניני חוכמה. להערכת מידרוג, המיקוד הטכנולוגי של החברה תומך במגמות בתקציב הביטחון בארה"ב ובעולם.

שינוי במגמות תקציבי הביטחון מציב אתגר לצמיחת הכנסות החברה ומחריף את התחרות. מאפייני הפעילות של אלביט ומנועי הצמיחה, שביססה לעצמה בשנים האחרונות, ממתנים אימים אלו

האתגרים הכלכליים וגידול בחוב המדיני לוחצים על ממשלות ארה"ב ומדינות מערב אירופה (בעיקר בריטניה, צרפת וגרמניה) לקצץ בתקציבי הביטחון, זאת לאחר עשור של צמיחה מואצת בתקציבים. הגידול הריאלי בתקציב הבסיס של משרד הביטחון האמריקאי צפוי להיות מינורי בשנים הקרובות. באנגליה צפוי קיצוץ של כ-8% בתקציב הביטחון - שיעור נמוך ממה שניתן היה לצפות. הכנסות החברה בארה"ב ובמערב אירופה מהוות כ- 50% מסך ההכנסות לשנת 2010 והן עלולות להיפגע בעתיד משחיקת התקציבים. בתוך כך, משרד הביטחון האמריקאי מהווה כ-7% מהכנסות החברה.

¹ Maintenance Repair and Overhaul



צמצום התקציבים צפוי להיות מלווה, בין השאר, בהחרפת התחרות בין השחקניות המקומיות בארה"ב ובאירופה ובמתן דגש רב יותר לביצועים מהירים ועמידה במסגרת התקציב. אלו מהווים אף הם אתגר עבור החברה ומתחרותיה. מגמה גיאופוליטית משמעותית המשפיעה על תקציב הביטחון של ארה"ב ומדינות המערב, הינה המעבר מלחימה קונבנציונאלית בין צבאות ללחימה מול ארגוני טרור. שינוי זה מסיט דגש ממערכות לחימה גדולות למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, דוגמת מסוקים, כלים בלתי מאוישים, מערכות הגנה על החייל הבודד ומערכות אלקטרוניות מתקדמות. מגמה זו משתלבת עם מעמדה העסקי של החברה ותומכת בצמיחת פעילותה. החברה מתמקדת מזה זמן בחדירה למדינות בהן תקציבי הביטחון צפויים לצמוח באופן משמעותי. מדינות אלו כוללות את ברזיל, הודו, קוריאה, אוסטרליה ומדינות מזרח אירופה. תקציב הביטחון של ישראל צפוי לצמוח בשנים הקרובות. הכנסות החברה מישראל היוו כ- 24% מההכנסות במאוחד וצמחו ברציפות משנת 2004. הכנסות החברה מארה"ב היוו כ- 32% מההכנסות במאוחד בשנת 2010 - עלייה של כ-3.7%, לאחר ירידה של כ-10% שנרשמה בשנת 2009.

התזרים החופשי מושפע מרכישת פעילויות ומהשקעות ברכוש קבוע

החברה מציגה תזרימי מזומנים חזקים מהפעילות השוטפת, הנתמכים ברווחיות טובה ובמינוף נמוך יחסית ובמס אפקטיבי נמוך. הקיטון בפעילות בשנת 2010, לצד שחיקת הרווחיות התפעולית והעלייה בהוצאת המימון בגין החוב שהונפק בשנת 2010, הובילו לקיטון בתזרימי המזומנים מפעילות. יש לציין כי תוצאות הרכישות עדיין אינן מקבלות ביטוי משמעותי בתזרימי התפעולי לשנת 2010. תזרימי המזומנים בשנת 2010 הושפע גם מגידול בהון החוזר, כתוצאה מהיקף הכנסות גדול יותר ברבעון הרביעי של שנת 2010 לעומת רבעון מקביל בשנת 2009, ומרכישת חברות בארץ ובחו"ל בסך של כ- 235 מיליון דולר.

יחסי הכיסוי הושפעו מגיוס האג"ח וצפויים להשתפר עם האיחוד המלא של הפעילויות שנרכשו

היקף החוב הפיננסי של החברה במאוחד ליום 31/12/2010 הסתכם בכ- 624 מיליון דולר בהשוואה לסך של כ- 391 מיליון דולר לסוף שנת 2009. הגידול בחוב הפיננסי נבע בעיקר מגיוס אגרות החוב במהלך הרבעון השני של שנת 2010, בסך של כ- 283 מיליון דולר. איגרות החוב מגודרות במלואן להשפעות השינויים בשער החליפין דולר - שקל. כצפוי, הגידול בחוב הוביל להאטת יחסי הכיסוי, שהושפעו מהביטוי החלקי שניתן בשנה החולפת לרכישות שבוצעו.

אופק הדירוג

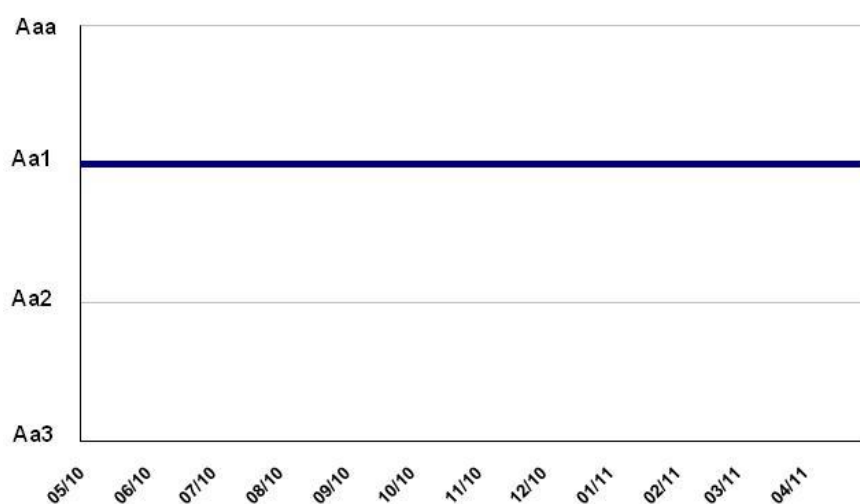
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לירידה בהיקף ההכנסות העתידיות.
 - עלייה משמעותית ופרמננטית ביחסי כיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA.
 - הרעה ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית.
 - חלוקת דיבידנד נרחבת אשר יהיה בה להחליש את יכולת פירעון התחייבויות החברה.
- אין בגורמים המפורטים לעיל כדי לחייב את החברה לפעול או שלא לפעול בדרך כלשהיא.

אודות החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה ישראלית רב לאומית, העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות, בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק מערכות לוחמה אלקטרוניות לשימושים צבאיים באוויר, בים וביבשה. החברה משמשת הן כקבלנית ראשית של פתרונות עבור צבאות וממשלות והן כספקית של מוצרים ומערכות עבור יצרניות מובילות בתעשייה הביטחונית בעולם. החברה פועלת בארבעה תחומי פעילויות עיקריים: מערכות מוטסות (היווה כ- 29.6% מהיקף ההכנסות ב-2010), מערכות יבשתיות (13.6%), מערכות C4ISR (38.2%) ומערכות אלקטרו-אופטיות (13.8%). החברה מעסיקה כ- 11,000 עובדים, מהם כ- 8,500 עובדים בישראל, כ- 1,800 בארה"ב והיתרה - בחברות בנות ברחבי העולם.

היסטוריית דירוג



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 הוניות 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 הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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

סולם דירוג התחייבויות

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

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: CDE070411000M

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") 2011.

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 לנתונים 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 לסיכונים 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 צריכים 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 בייעוץ 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.