

אלביט מערכות בע"מ

מעקב | פברואר 2020

אנשי קשר:

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

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

אלביט מערכות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa1.il	דירוג סדרה
-------------------	--------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה אלביט מערכות בע"מ ("אלביט מערכות" או "החברה").
אופק הדירוג נותר שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1119635	Aa1.il	שלילי	30.06.2020

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם. מיצובה של החברה נתמך במוניטין בינלאומי גבוה ובהיקף פעילות רחב ומגוון בתחום הביטחוני, עם היקף הכנסות של כ-4.3 מיליארד \$ בארבעת הרבעונים האחרונים, הנפרש על פני מספר קווי מוצר וטריטוריות גיאוגרפיות, ובמידה התומכת ביציבות ההכנסות לאורך המחזוריות בתקציבי הביטחון בעולם. יתרונותיה היחסיים של החברה נובעים מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים חדשניים ורלוונטיים אשר הולמים את התמורות בתעשייה הביטחונית העולמית. על בסיס מאפיינים אלו, מציגה אלביט לאורך השנים האחרונות צמיחה משמעותית בצבר ההזמנות ובהכנסות. לאורך זמן, הזדמנויות הצמיחה של החברה נובעות מרכישות של חברות ופעילויות להשגת סינרגיה ושיפור הערך המוסף ללקוח, כאשר לחברה טרק רקורד חיובי מפעילות מיזוגים ורכישות. צבר ההזמנות של החברה הסתכם בכ-9.8 מיליארד \$ ליום 30.09.2019, גידול של כ-4.2% ביחס לצבר ההזמנות ליום 31.12.2018 (כאשר צבר תעש מגולם בשתי נקודות החתך). ברבעון השלישי נבלמה צמיחת הצבר, להערכתנו בשל העדר תקציב ממשלתי מאושר. צבר ההזמנות המשמעותי משקף מכפיל הכנסות 2.3X ומקנה נראות גבוה להכנסות החברה בשנים הקרובות.

ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכתנו בסיכון בינוני-נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. הענף החל להציג צמיחה מחודשת בשנתיים האחרונות, עם צפי לצמיחה של 3%-5% בהוצאות הביטחון בעולם בשנת 2020 עפ"י תחזיות מוד"ס וזאת בהובלת הגידול בתקציב הביטחון האמריקאי.

מידרוג מוסיפה להעריך כי רווחיות החברה אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג, בפרט לאחר רכישת תעש שמכבידה על הרווחיות ותוסיף בכך גם בשנה הקרובה. מהלכי ההטמעה של שתי הרכישות המהותיות שביצעה החברה בשנים 2018-2019 (רכישת תעש בנובמבר 2018 ורכישת פעילות אמצעי ראיית לילה של האריס - "האריס אמר"ל" בספטמבר 2019) טרם נסתיימו להערכתנו, והחברה פועלת לשפר את היעילות התפעולית באמצעות המשך שחרור מוסכם של עובדי תעש במסגרת ההסכם הקיבוצי, שיפור ההון החוזר של תעש ופעולות שיווקיות.

אנו מעריכים כי לצד גידול של 4%-5% במכירות, בהתחשב בגילום מלא של רכישת האריס אמר"ל, צפויה החברה לשפר את שולי הרווח התפעולי במידה מסוימת בלבד בשנה הקרובה, לטווח של סביב 7.5% בניטרול הכנסות/הוצאות תפעוליות אחרות. אנו מעריכים כי הלחצים התחרותיים בתעשייה הביטחונית הבינלאומית ואסטרטגיית הצמיחה של אלביט יוסיפו לייצר לחץ על הרווחיות.

החוב הפיננסי המותאם של החברה, אשר לפי התאמות מידרוג כולל בנוסף לחוב הרגיל גם התחייבויות פנסיוניות והתחייבויות חכירה, הסתכם ליום 30.09.2019 בכ-1.8 מיליארד \$ (מכך כ-0.4 מיליארד \$ התחייבויות חכירה), לעומת כ-0.8 מיליארד \$ ליום 30.09.2018 והוא עומד בהערכותינו המוקדמות. הגידול בחוב המותאם נבע משתי הרכישות שהוזכרו לעיל, לרבות גידול בהתחייבויות לעובדים בגין רכישת תעש וכן מתוספת התחייבויות חכירה החל מ-01.01.2019. אלו קוזזו באופן חלקי על ידי מימוש נכסים במסגרת עסקת תעש וכן הנפקת הון מניות. יחס ההון למאזן נשחק לשיעור של כ-30.1% ליום 30.09.2019, בהשוואה לכ-36.9% ליום 30.09.2018. אנו מעריכים כי מדיניותה הפיננסית של החברה תוביל שיפור הדרגתי של היחס אל מעל 30%.

אנו צופים הפוגה ברכישות בטווח הקצר, שתמנע גידול נוסף בחוב הפיננסי, אולם מגמת הירידה בחוב תלויה במידת לא מבוטלת בהתפתחות ההון החוזר בחברה. גידול צבר ההזמנות של החברה במהלך 2019 תומך בצמיחת המכירות ושיפור המקורות מפעולות

FFO במהלך 2020 לרמה של כ- 400 מ' \$ ובניכוי השקעות הוניות, FFO-CapEX (כולל תשלומי חכירה) יסתכם בכ- 270 מ' \$. אנו מעריכים כי הגידול בהון החוזר בשנת 2020 יהיה מתון יחסית לשנת 2019 בשל תקבולי עבר, כך שהתזרים החופשי לאחר דיבידנד (FCF) יעמוד סביב 100 מ' \$, שישמשו לתשלום נדחה בגין תעש, שחרור עובדים וקישון לא מהותי בחוב הרגיל. תרחיש הבסיס לעיל אינו מניח פעולות הוניות נוספות מצד החברה, שאילו יקרו עשויים לתמוך בהורדת חוב משמעותית יותר אולם לא הובאו בחשבון התרחיש הבסיס. על בסיס תרחיש זה, אנו מעריכים כי יחס חוב מותאם ברוטו ל-EBITDA יעמוד בטווח של 2.5X-3.0X במהלך שנת 2020, זאת לעומת יחס של 3.8X נכון ליום 30.09.2019.

לחברה נזילות סבירה, הנשענת בעיקר על מסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי ממספר תאגידים בנקאיים, התומכות בצורכי הנזילות של החברה, ובראשם תנודתיות גבוהה המאפיינת את צורכי ההון החוזר לאורך השנה וכן חליות חוב ז"א של כ- 190 מ' \$ בשנת 2020 ולצד תזרים חופשי מתון כמתואר לעיל.

אופק הדירוג

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מאי וודאות לגבי מגמת שיפור הרווחיות של החברה ויכולת החברה לשפר את יחסי הכיסוי במידה מהותית במסגרת תרחיש הבסיס. אנו מעריכים כי ככל שנתרשם כי ביכולת החברה להקטין את החוב באופן מהיר מהערכותינו בתרחיש הבסיס, הדבר עשוי להוביל לייצוב אופק הדירוג. מנגד, אי שיפור ברמת החוב בטווח של 12-18 חודשים קדימה יכול ויוביל להורדת הדירוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ברווחיות החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- עלייה לאורך זמן מיחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA של 2.5X

אלביט מערכות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים (במיליוני \$):

FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	9M 2018	9M 2019	
3,108	3,260	3,378	3,684	2,606	3,187	הכנסות
269	287	324	247	209	229	רווח תפעולי (לפני הכ/הוצ' אחרות) *
8.6%	8.8%	9.6%	6.7%	8.0%	7.2%	שעור רווח תפעולי (לפני הכ/הוצ' אחרות) *
367	348	385	333	260	260	מקורות מפעולות FFO
33.9%	36.0%	36.4%	28.7%	36.9%	30.1%	הון עצמי / סך מאזן
1.6	1.2	1.3	3.7	1.8	3.8	חוב פיננסי מותאם ** ל-EBITDA *
13.3	12.1	9.4	5.6	8.2	3.5	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו *

* נתון הרווח התפעולי עבור FY2018 מוצג ללא ניטרול הוצאות מיוחדות הקשורות ברכישת תעש בסך כ- 69 מ' \$, מרביתן (כ-66 מ' \$) נזקפו לעלות המכר. בניטרול הוצאות אלו, שיעור רווח תפעולי להכנסות בשנת 2018 עמד על כ-8.5%, יחס חוב מותאם ל-EBITDA עמד על 3.3 ו-3.1 לתקופות 9M 2019 ו-FY 2018, בהתאמה יחס רווח תפעולי למימון עמד על 4.3 ו-7.2, לאותן תקופות בהתאמה. ** לתקופה 9M2019 יחס כיסוי חוב ל-EBITDA מוצג לאחר התאמות חכירה שמבצעת מידרוג, באופן שהוצאות החכירה נוטרלו מ-EBITDA ואילו חוב פיננסי מותאם כולל התחייבויות חכירה במאזן. חוב פיננסי מותאם כולל חוב לתאגידים בנקאיים ואג"ח בניכוי עסקת גידור, התחייבויות חכירה, התחייבויות בגין תכנית הטבה מוגדרת בניכוי ייעודה למול התחייבויות אלו ותשלום נדחה בקשר עם רכישת תעש.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני-נמוך, צפי לצמיחה בתקציבי הביטחון העולמיים בטווח הזמן הקצר והבינוני

היקף הפעילות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורלציה גבוהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כפי שנחזה מעת לעת, כמו גם בשל משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי הממשלות כפי שהיה בתחילת העשור הקודם. האיזמים הביטחוניים במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים, עימותים ומתחים במקומות שונים בעולם הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים

האחרונות, בד בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית. בהתאם לכך, עפ"י תחזיות מודי'ס¹, צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובאליות בשנת 2020 בטווח של 4.0%-6.0%. תחזית הגידול בתקציבי הביטחון בעולם נתמכת בצפי לגידול הוצאות הביטחון של ארה"ב, המהווה 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, עם אישור לאחרונה של תקציב בסיס גבוה יותר ע"י ממשל טראמפ. נוסף על כך, צפי זה לצמיחה מתבסס על גידול בהוצאות המדינות החברות בברית נאט"ו ומדינות נוספות, כחלק ממאמץ ההגנה והשמירה על הגבולות על רקע סיכונים גיאופוליטיים, קונפליקטים צבאיים וביטחוניים מתמשכים לצד אי יציבות בחלקים שונים בעולם. אלו כוללים את המתרחשות בין רוסיה וסין למערב, אירועי טרור באזורים גיאוגרפים שונים ומגמות בדלנות במספר מדינות מרכזיות בעיקר באזור המזרח התיכון ובאסיה.

הענף מצוי ברמת תחרות גבוהה יחסית, עם מיקוד תקציבי הביטחון, מרכיב גבוה יותר של חוזים במחיר קבוע, בעיקר מצד משרד הביטחון האמריקאי, קיצור זמני הגעה לשוק ועמידה בל"ז, וזאת בהמשך למספר שנים של האטה, אשר הובילו לכניסת חברות בינ"ל גדולות למדינות מתפתחות, ללחץ על מחירי המכירה, וכן לדרישות גוברות מצד הלקוחות לגידול במו"פ העצמי של החברות, ולתנאי מימון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הלקוחות. רמת התחרות הובילה בשנים האחרונות למגמה גוברת של מיזוגים ורכישות בענף אשר נבעו מהרצון להרחיב את מגוון הפתרונות והמוצרים הכולל וליצור יתרון משמעותי יותר לגודל במטרה להתמודד על תקציבים מלקוחות אסטרטגיים.

התפתחות תפיסת הביטחון, כפי שמקבלת ביטוי בסדרי העדיפויות הנגזרים מתקציבי הביטחון של משרד ההגנה האמריקאי ושל מדינות מפותחות (בעיקר ממערב אירופה), מובילה להסטת תקציבים לתחום הלוחמה האווירית על חשבון הלוחמה היבשתית ולשימת דגש רב יותר על לוחמה א-סימטרית מדויקת במספר זירות במקביל, שימוש במערכות ובכלים בלתי מאוישים, מודיעין מעקב וסיור ולוחמת סייבר. ככלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידורג, צפוי המשך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה (שו"ב), הגנה ברמת החייל הבודד, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים (HLS) ומערכות טילים מדויקים.

מאפייני סיכון נוספים בענף הינם: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. קבלני המשנה חשופים למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומאופיינים בגמישות מחיר פחותה; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, יוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת בניהול פרויקטים באופן הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ופוגמים בגמישות התפעולית; סיכונים אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות מסויימים שתורמות למאפייני הנזילות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מידע ויכולות טכנולוגיות הגלומות בפעילות.

היקף פעילות רחב ומבוזר וצבר הזמנות חזק מקנים נראות טובה לתזרימי המזמונים ומבססים את חוזקה העסקי של החברה עמוק בקבוצת הדירוג

הפרופיל העסקי של אלביט מערכות נתמך במחזור פעילות של כ- 4.3 מיליארד \$ בארבעת הרבעונים האחרונים שהסתיימו ביום 30.9.2019, גודל משמעותי המקנה לחברה עמידות יחסית בפני תנודות בביקושים, יכולת לספוג עלויות ולשאת בהוצאות מחקר ופיתוח בהיקף משמעותי. אלביט מערכות נהנית מצבר הזמנות משמעותי של כ-9.8 מיליארד \$ ליום 30.09.2019, המשקף מכפיל הכנסות 2.3X ומקנה נראות הכנסות גבוהה. עם רכישת תעש הווארן יחס צבר/הכנסות של החברה נוכח צבר הזמנות ארוך טווח של תעש מול משרד הביטחון. צבר ההזמנות של החברה גדל בשיעור של כ-4.2% בשלושת הרבעונים הראשונים של 2019, גידול מתון יחסית לתקופה המקבילה אשתקד (כ-6%), כאשר מחד, הגידול בתקציבי הביטחון בארה"ב ובאירופה תרם לצבר, מגמה שצפויה להמשיך גם בשנה הקרובה, ומנגד אנו מעריכים כי היעדר תקציב ממשלתי מאושר הוביל לצמצום הזמנות מטעם משרד הביטחון והאטה בצמיחת הצבר, בפרט ברבעון השלישי של שנת 2019.

מעמדה של אלביט נתמך בפרופיל המוצרים בתחומי מערכות הגנה אלקטרוניות, מערכות איסוף מודיעין, מערכות לא מאוישות והגנת המולדת, התואמים את מגמת הביקושים בהתאם להתפתחויות במאפייני העימותים, כמפורט לעיל. לחברה הוצאות מו"פ גבוהות

¹ [Aerospace and defense – Global: 2020 outlook](#)

יחסית, התומכות בהמשך שמירה על יתרונה הטכנולוגי ויכולתה לספק פתרונות הולמים לצרכי גופי הביטחון הצבאי, ביטחון הפנים וצרכים אזרחיים. לחברה ניסיון מוכח במיזוגים ורכישות אשר מביאים ליצירת סינרגיה ופיתוח עסקי של טכנולוגיות משלימות, תוך ביסוס אסטרטגיה של חדירה ומיקוד בשווקים צומחים.

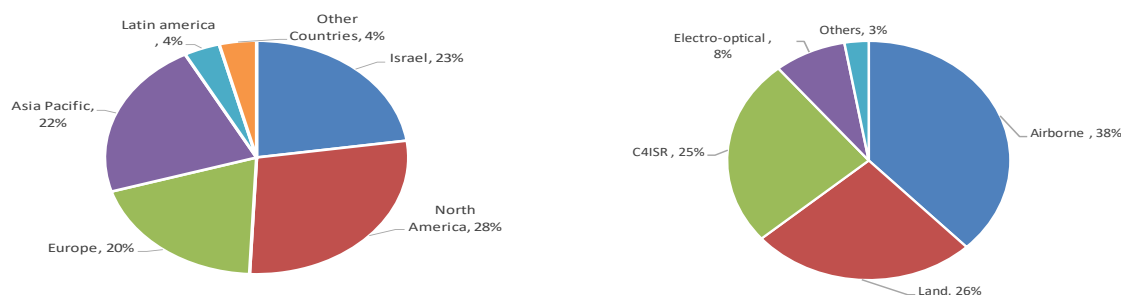
משרד הביטחון הישראלי מהווה לקוח עוגן מהותי של החברה, בדומה לחברות ביטחוניות אחרות, ועוד טרם לרכישת תעש נהנית אלביט ממוניטין ומעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים עבור מוצרים וטכנולוגיות חדשות, ואשר תורמים ל"הכשרת" מוצריה ושירותיה בעולם. מכירות החברה בישראל - המופנות בעיקר למשרד הביטחון, הסתכמו בכ-1.0 מיליארד \$ בארבעת הרבעונים האחרונים. להערכת מידורג, המכירות למשרד הביטחון הישראלי מאופיינות ברווחיות נמוכה בהשוואה לחלק מהטריטוריות בעולם והדבר מוסיף ללחצי הרווחיות.

ביום 25.11.2018 השלימה אלביט את הרכישה של 100% מהון המניות של תעש שהוחזקו בידי מדינת ישראל, לפי מחיר רכישה של כ-495 מ' \$ (כ-1.8 מיליארד ₪) הכוללים כ-106 מ' \$ תשלום נדחה לשנים 2021 ו-2022. בנוסף, כוללת העסקה תשלום מותנה בגובה 27 מ' \$ כתלות בעמידת תעש ביעדים מסוימים שנקבעו בהסכם המכירה. להערכת מידורג, רכישת תעש מהווה נדבך באסטרטגיה ארוכת הטווח של החברה להרחיב את סל המוצרים והמערכות שמציעה אלביט ללקוחותיה בעולם וכן עבור משרד הביטחון הישראלי. העסקה עומדת בדגש על שילוב המוצרים של תעש בחטיבת היבשה של אלביט והשבחת הפתרונות של שתי החברות באמצעות יכולות האינטגרציה הגבוהות של אלביט בתחום הנדסת מערכות הגנה מתקדמות. להערכת מידורג, פוטנציאל האינטגרציה וההשבחה מצוי בתחומים של פתרונות מערכתיים, מערכות הגנה אקטיביות מפני טילים ("חץ דורבן"), חימוש מונחה מדויק (מוצרי ארטילריה רקטית וארטילריה קנית של תעש) והגנת רק"מ. בנוסף, תחום מערכות הארטילריה הרקטית בתעש מאופיין בפריקטים גדולים המשלבים משגרים, חימוש מונחה, רקטות מדויקות ואינטגרציה עם מרכיבי שו"ב אחרים הנדרשים לצורך מתן מענה כולל. לתעש מעמד חזק בתחום חימוש מונחה מדויק לפגיעה במטרות נייחות. מכירות תעש בתחום זה מיועדות לייצוא ולמשרד הביטחון והן משלימות את סל המוצרים של אלביט. הן לתעש והן לאלביט מעמד דומיננטי בתחום השבחת רק"מ עבור צה"ל והשילוב בניהן עשוי ליצור לאלביט פוטנציאל עסקי בתחום זה. מידורג רואה פוטנציאל לסינרגיה שיווקית של מכירות תעש בתוך אלביט, על בסיס הפריסה השיווקית הרחבה של אלביט בטריטוריות בינלאומיות, ובהינתן כי מרבית מכירותיה של תעש כיום מופנות לשוק המקומי. בנוסף, מעמדה המבוסס של אלביט בשוק הביטחוני האמריקאי עשוי להוות מנוף לשיווק מוצריה של תעש בשוק זה.

גיוון עסקי וגיאוגרפי תורמים ליציבות ההכנסות

הכנסות החברה נפרשות על פני ארבעה תחומי פעילות עיקריים: תחום מערכות מוטסות (כ-38% מהכנסות לארבעת הרבעונים האחרונים שעד 30.09.2019), תחום מערכות תקשוב ובקרה C4ISR (כ-25%), תחום מערכות יבשתיות (כ-26%) ומערכות אלקטרו-אופטיות (כ-8%). כ-77% מהכנסות החברה בארבעת הרבעונים האחרונים, ושיעור דומה גם בשנים האחרונות, נבעו מייצוא והן מאופיינות בפזיזות גיאוגרפית רחב. להערכת מידורג, הפיזור העסקי הרחב של החברה בין טריטוריות גיאוגרפיות ובין פרויקטים ומוצרים רבים ושונים בתוך ענף התעשייה הביטחונית תורם ליציבות הכנסותיה לאורך המחזור הכלכלי וממתן במידת מסוימת את סיכון המחזוריות בענף. מנגד, לחצי המחירים הגבוהים בענף והיותה של אלביט קבלן משנה בפרויקטי ייצוא רבים, עלולים להעיב על רווחיותה, הן בהיבט תמחור פרויקטים עתידיים, והן בהיבט זמן השקת המוצר וסטייה מלוחות זמניים מקוריים.

התפלגות הכנסות בחלוקה גיאוגרפית (תרשים ימני) ולפי תחומי פעילות עיקריים (תרשים שמאלי)*



* מחושב לארבעת הרבעונים האחרונים שעד ליום 30.09.2019

רווחיות החברה אינה בולטת לטובה ביחס לרמת הדירוג ובנוסף מושפעת לשלילה מרכישת תעש

רווחיות החברה נשחקה במידה מסוימת עוד במהלך שנת 2018 טרום עסקת תעש, כתוצאה מאסטרטגיית הצמיחה של החברה בשנים האחרונות. שיעור הרווח הגולמי להכנסות עמד על כ-28.4% ב-9 החודשים הראשונים של 2018 לעומת ממוצע תלת שנתי של כ-29.3%, ושיעור הרווח התפעולי להכנסות עמד על כ-8.0% לעומת ממוצע תלת-שנתי של כ-9%. בנוסף, הוצאות חריגות שרשמה החברה ברבעון הרביעי של 2018 בעקבות רכישת תעש, בהיקף של כ-69 מ' \$, אשר מרביתן (כ-66 מ' \$) נזקפו לעלות המכר בגין מחיקת מלאים והוצאות חד פעמיות בגין עובדים בקשר עם הסכמים קיבוציים, העיבו על הרווחיות בתוצאות שנת 2018 כולה, למרות שאיחוד תעש החל רק בנובמבר 2018. שיעור הרווח הגולמי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2019, המבטאים לכל אורכם את איחוד תעש, הסתכם בכ-26.7%. להערכתנו החברה החלה במהלכים למימוש הפוטנציאל לשיפור הרווחיות של תעש ומיצוי סינרגיות תפעוליות, עם תחילת יישום תכנית הפרישה המוסכמת והתייעלות בכוח העבודה, שיפור הרכש וניהול המלאי, ומהלכים שיווקיים להגדלת המכירות והשבחת המוצרים. מהלכים אלו צפויים להימשך בשנת 2020. תרחיש הבסיס של מידורג מביא בחשבון אי וודאות מסוימת לגבי קצב השיפור ברווחיות לתוך שנת 2020.

להערכתנו, החברה מאופיינת בגמישות תפעולית נמוכה יחסית. להערכתנו, מעבר למהלכי התייעלות בתעש, יכולת ההתייעלות של החברה נמוכה יחסית, נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיכולתה להתחרות בענף, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינמיים לצרכים משתנים. יתרונה הטכנולוגי של החברה ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרים מהוצאות מו"פ אשר מהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה (שיעור המו"פ נטו, בקיזוז השתתפות חיצונית במו"פ עומד על כ-7.7% בממוצע בשלוש השנים האחרונות). מידורג מעריכה כי עלויות המו"פ ייוותרו ברמה זו בטווח הזמן הקצר והבינוני לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מיצובה בענף ועל יתרונותיה היחסיים.

תרחיש הבסיס של מידורג מניח גידול של 4%-5% בצבר ההזמנות בשנה הקרובה. מידורג מעריכה צמיחה בהכנסות החברה בשנת 2019 בשיעור של כ-20% בהשפעת איחוד תעש, ובניטרול רכישת תעש והשפעת קצה של רכישת יוניברסל, אנו מעריכים כי הצמיחה הפנימית תעמוד סביב 4%-5%. בשנת 2020 תרחיש הבסיס של מידורג מניח צמיחה של כ-8% בהכנסות, המגלם צמיחה פנימית בשיעור של כ-5%, הנגזרת בעיקר מהגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת וכן מהצפי להמשך צמיחתו. מידורג מניחה המשך לחצים על רמת התמחור, עמידה בתקציב הפרויקט וקיצור זמני ההשקה, אשר יחייבו המשך השקעה במו"פ ושיווק, כאשר הרווחיות התפעולית (לפני הוצאות/הכנסות אחרות) צפויה להשתפר לטווח של 7.5% עד 8.0%, וקרוב יותר לטווח התחתון.

ללא מהלך הוני נוסף, החוב הפיננסי צפוי להיות יציב יחסית ויחסי הכיסוי ישתפרו במעט בשל הגידול ברווח

תרחיש הבסיס של מידורג מניח EBITDA של כ-440 מיליון \$ לאלביט בשנת 2019 (לפני התאמות חכירה) ובשנת 2020 בטווח של 470-490 מיליון \$ לשנה. סכום המקורות מפעולות (FFO) יושפע מהגידול בחוב הפיננסי ולעמוד בטווח של 390-420 מיליון \$ בשנת 2020. מידורג מעריכה כי צורכי ההון החוזר יוסיפו להיות גבוהים יחסית במהלך שני הרבעונים הקרובים, בין השאר בגלל היעדר תקציב ממשלתי מאושר, אולם יתמתנו במידת מה במהלך שנת 2020 ביחס לשנת 2019 גם בהתחשב בגידול הצפוי בהכנסות, בשל הירידה בחוב הממשלה לחברה. מידורג מניחה השקעות הוניות ברכוש קבוע ביחד עם השקעות בחברות כלולות, בהיקף 130-140 מ' \$ לשנה. כמו כן הונח כי החברה תמשיך במדיניותה הפיננסית לחלוקת דיבידנד בשיעור של כ-30% מהרווח הנקי. הנחות אלו של מידורג בתרחיש הבסיס גוזרות תזרים חופשי (FCF) של כ-100 מיליון \$, סכום שיאפשר הורדה מתונה בלבד ברמת החוב, וישמש בעיקר לתשלומי פרישת עובדים במסגרת מתווה הפרישה המוסכמת של עובדי תעש ופרעון התשלום הנדחה הראשון במסגרת העסקה (שני הסעיפים האחרונים מהווים לשיטתנו חלק מקיטון החוב המותאם).

החוב הפיננסי המותאם של החברה ליום 30.09.2019 כפי שמחושב על ידי מידורג, הסתכם לכ-1.8 מיליארד \$, והוא כולל חוב פיננסי לבנקים ואחרים של כ-0.8 מיליארד \$, התחייבויות חכירה של כ-0.4 מיליארד \$, התחייבויות לסיום יחסי עובד מעביד, בניכוי ייעודה, של כ-0.5 מיליארד \$ וכן תשלום נדחה בגין רכישת תעש של כ-0.1 מיליארד \$. בניטרול התחייבויות החכירה (שהחלו ביום 01.01.2019), הסתכם החוב המותאם בכ-1.4 מיליארד \$, לעומת כ-0.8 מיליארד \$ נכון ליום 30.09.2018, ערב עסקת תעש. למרות שמאז עסקת תעש רכשה החברה גם את האריס אמר"ל בסכום מהותי של כ-350 מ' דולר, הגידול בחוב המותאם בניטרול התאמות

החכירה התמתן בזכות הנפקת הון מניות שביצעה החברה (של כ-185 מיליון \$), ובנוסף, למול עסקת האריס ביצעה החברה מכירה של נכסים הקשורים לתעש בהיקף דומה.

מידרוג מעריכה, על פי ניסיון העבר, כי אילו החברה תבצע עסקת רכישה נוספת, מהלך שאנו מקנים לו סבירות נמוכה יחסית בטווח הקצר, היא תפעל למתן זאת באמצעות מהלך הוני על מנת שלא לגדול עוד בחוב הפיננסי. ואולם, אנו סבורים כי גם על מנת לקטון בחוב תידרש החברה למהלך הוני, שכן המקורות הפנימיים לא יספיקו לכך. מידרוג צופה שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בשנה הקרובה, בעיקר לאור גידול EBITDA ו-FFO, תוך שאיננו מניחים שינוי מהותי בחוב המותאם. יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA מותאם צפוי לעמוד בטווח של 2.5X-3.0X ויחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO של 3.5X-4.0X, זאת לעומת 3.8X ו-4.5X ליום 30.09.2019 (על בסיס 4 רבעונים אחרונים), בהתאמה. יש לציין כי בעוד שהחוב הפיננסי ליום 30.09.2019 מבטא את רכישת האריס אמר"ל במהלך ספטמבר 2019, תזרימי המזומנים אינם מבטאים עדיין את תרומת העסקה לרווח ולתזרים של אלביט.

מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון תרחיש חיובי יותר שבו מידת השיפור ברווחיותה של תעש יהיה גבוה יותר, כתלות גם בקצב הפרישה של עובדי תעש ובמידת גידול ההכנסות בתעש, אשר ישפיעו לחיוב על הרווחיות בטווח הבינוני. לפי תרחיש זה קיימת סבירות להגעה ליחסי כיסוי טובים יותר, אם כי לא לפני תום 2020.

ההון העצמי של החברה ושיעור המינוף המאזני כפי שנמדד ביחס ההון העצמי לסך המאזן הינו נמוך יחסית לרמת הדירוג ועומד על כ-30.1% ליום 30.09.2019, זאת לעומת כ-36.9% ליום 30.09.2018. ערב עסקת תעש וטרם החלת תקן החכירות. אנו מניחים כי כריות ההון ימשיכו להיבנות מצבירת הרווח הנקי שמעבר לחלוקת דיבידנדים.

נזילות החברה נשענת על מסגרות אשראי בהיקף משמעותי, לצד צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים

לחברה חלויות חוב ז"א בהיקף של כ-190 מ' \$ בשנת 2020, לא כולל אשראי לז"ק ואון קולים של כ-193 מ' \$. למול זאת לחברה מסגרות אשראי בהיקף נרחב ומשמעותי, מרביתן חתומות לתקופה של שנה. מסגרות האשראי של החברה עומדות גם כנגד צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים. כנזכר לעיל, החברה אינה צפויה לייצר תזרים חופשי מהותי בשנת 2020, זאת בתרחיש הבסיס של מידרוג. אנו מעריכים כי לחברה גמישות פיננסית גבוהה ונגישות גבוהה למקורות מימון נוכח מיצובה העסקי ומקורות חזקים מפעולות. החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות הקיימות לה ביחס לחובותיה.

פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

דירוג החברה גבוה בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג (ראה להלן) לאחר שמידרוג הקנתה לחברה הטבה דירוגית בשל הערכתנו למעמדה האסטרטגי הנכבד בשוק הביטחוני בישראל, בהשוואה לחברות ביטחוניות נוספות בישראל, וביחס לחברות ההשוואה בקבוצת דירוג זו. אנו מעריכים כי אלביט מהווה ספק אסטרטגי עבור משרד הביטחון הישראלי, והדבר מקנה לחברה חוזק עסקי גם במעמדה הבינלאומי, אשר תורם ליציבות הכנסותיה לאורך זמן ומקנה נראות גבוהה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להפחתת סיכון האשראי. יש לציין כי אין בהערכתנו זו משום הנחת תמיכת מדינה בסיכון האשראי של אלביט.

מטריצת הדירוג

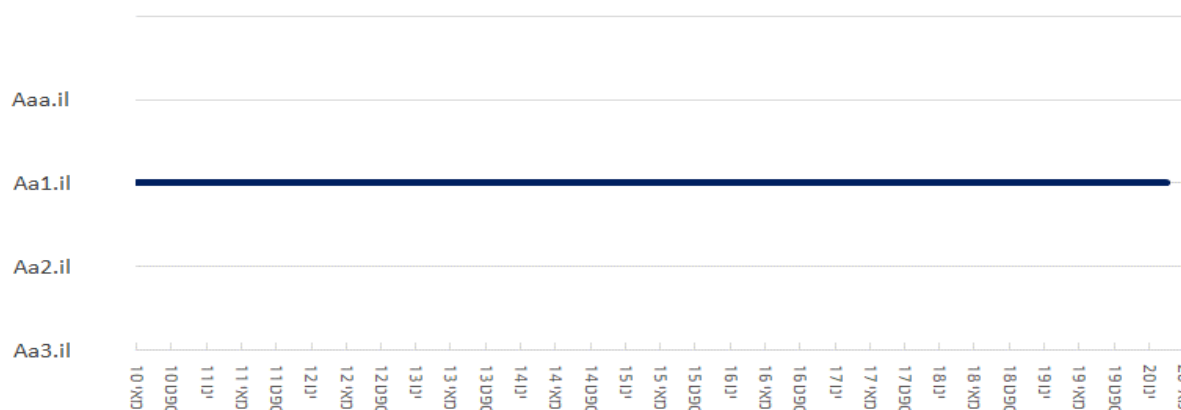
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2019			
קטגוריה	פרמטרים	מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
ענף הפעילות	סיכון ענפי	-	Aa.il	-	Aa.il
	היקף הכנסות (מ' \$)	4,300	Aaa.il	4,600	Aaa.il
פרופיל עסקי	מעמד עסקי	-	Aa.il	-	Aa.il
	שיעור רווח תפעולי	7.2%	A.il	7.5%	A.il
רווחיות	הון עצמי / מאזן	30.1%	A.il	32%	A.il
	חוב / EBITDA	3.8X	A.il	2.5X - 3.0X	Aa.il
פרופיל פיננסי	LTM FFO (מ' \$)	330	Aaa.il	410	Aaa.il
	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	3.5X	A.il	5.5X - 6.0X	Aa.il
	מדיניות פיננסית	-	Aa.il	-	Aa.il
דירוג נגזר		Aa2.il			
דירוג בפועל		Aa1.il			

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

אודות החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה טכנולוגית רב-לאומית, שמרכזת בישראל, העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות, בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק של מערכות ומוצרים לשימושים צבאיים, הגנת המולדת ויישומים אזרחיים, באוויר, בים וביבשה. החברה נמצאת בשליטת מר מיכאל פרדמן בשיעור של כ-44.3% (בשרשור) והיתרה מוחזקת בידי גופים מוסדיים והציבור. מנכ"ל החברה הנו מר בצלאל מכליס.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלביט מערכות בע"מ](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

24.02.2020	תאריך דוח הדירוג:
06.01.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.05.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלביט מערכות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלביט מערכות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 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.

© 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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>