Maalot
S&P Global Ratings

טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בע"מ

16 ביוני 2024

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'ilA', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

יהונתן רווח, 972-3-7539708 jonathan.revach@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג..... 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג..... 2
תחזית הדירוג..... 4
התרחיש השלילי..... 4
התרחיש החיובי..... 4
תיאור החברה..... 4
תרחיש הבסיס..... 5
יחסים עיקריים..... 5
נזילות..... 5
התניות פיננסיות..... 6
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי..... 6
התאמות לדירוג..... 6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 6
רשימת דירוגים..... 7

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'ilA', התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בע"מ ("טיאסג'י" או "החברה") היא חברת מערכות תוכנה העוסקת בפיתוח ותחזוקה של מערכות מידע לגופים ביטחוניים בארץ ובעולם. בנוסף, החברה פועלת בישראל בשוק האזרחי והיא ספקית מרכזית של מערכות ליבה מתקדמות לרשויות מקומיות ופועלת גם בתחומי הסייבר והטלקום.
- פרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך במעמדה התחרותי, בעיקר בתחומי מערכות שליטה ובקרה ומודיעין, וכן בהיותה ספק מורשה של משרד הביטחון הישראלי ("משהב"ט") עשרות רבות של שנים, והשתתפותה בפיתוחי תוכנה של מערכות הגנה מתקדמות. פעילותה של החברה בתחום האזרחי צומחת לאחרונה, ופתרונות תוכנה של החברות הבנות שלה מותקנות ביותר מ-100 רשויות מקומיות בישראל. מנגד מתאפיינת פעילות החברה בריכוזיות גאוגרפית גבוהה ובבסיס EBITDA קטן יחסית.
- אנו סבורים כי פרופיל הסיכון העסקי של החברה מושפע לחיוב מאיכות האשראי של חברות האם שלה, התעשייה האוירית לישראל בע"מ ("תע"א", ilAAA/Stable/ilA-1+, 50%) ופורמולה מערכות (1985) בע"מ ("פורמולה", ilAA-/Stable, 50%), העשויות לתמוך בחברה במקרה הצורך.
- ב-16 ביוני 2024 קבענו דירוג מנפיק 'ilA' לטיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בע"מ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הקרובים תשמור טיאסג'י על מעמדה התחרותי בתחום פיתוח המערכות ושירותים נלווים בישראל. אנו צופים כי פעילות החברה תמשיך לצמוח בטווח הבינוני, מבלי שיחול שינוי מהותי במבנה הבעלות מעבר לתרחיש הבסיס שלנו הכולל אפשרות להנפקת הון. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים שהחברה תציג בשנה הקרובה יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-5.0x ויחס FFO (funds from operations) לחוב של כ-14%, וכן נזילות "הולמת".
- נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו הורדת דירוג מדינת ישראל ל-'A+' מ-'AA-', התחזית שלילית, 18 באפריל 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

פרופיל הסיכון העסקי של טיאסג'י נתמך בהערכתנו לצמיחה בענפי הפעילות של החברה, בעיקר בתחומי השליטה והבקרה והמודיעין, בהם לחברה ניסיון רב לאורך שנות פעילותה. טיאסג'י היא חברה פרטית העוסקת

בפיתוח ואספקה של מערכות תוכנה מתקדמות טכנולוגית לצד שירותים נלווים בתחום הביטחוני והאזרחי. החברה פועלת בתחום הביטחוני, בעיקר בתחומים נישתיים אך בעלי צמיחה גבוהה, כגון תחומי מערכות שליטה ובקרה ("שו"ב") מסוגים שונים ומודיעין, הקלטה ותחקור, התורמים כ-70% מהכנסותיה והציגו צמיחה של כ-9% בהכנסות ב-2023. עם לקוחות החברה נמנים בעיקר גופים ביטחוניים וגורמי אכיפה שונים. העיקרי שבלקוחות החברה הוא משהב"ט, מולו החברה מוכרת כספק מורשה עשרות רבות של שנים. בנוסף, טיאסג'י פועלת לעתים גם כקבלן משנה בפיתוח מערכות שו"ב. העבודה עם משהב"ט מאפשרת לעתים לחברה להתקשר בעסקאות לאספקת מוצריה למדינות זרות, במסגרת עסקאות בין ממשלות (Government to Government), ובכך להגדיל את החשיפה גם לשווקים בחו"ל.

בנוסף מספקת החברה שירותי תוכנה ללקוחות אזרחיים שהם גופים פרטיים או בעלי ממשקים אזרחיים. תחום זה התרחב משמעותית החל מ-2022, עם רכישת אי.פי.אר. מערכות בע"מ, המוחזקת בשיעור של 60% ורכישת בר טכנולוגיות (ד.ש.) בע"מ המוחזקת בבעלות מלאה בינואר 2023. עיקר הלקוחות בתחום הפעילות האזרחי הם רשויות ומועצות מקומיות, גופים פיננסיים וגופים ממשלתיים. להבנתנו, פתרונות תוכנה של החברות הבנות מותקנות ביותר מ-100 רשויות מקומיות בישראל.

דירוג החברה נתמך גם במבנה הבעלות שלה. ב-2016 נרכשה טיאסג'י שווה בשווה על ידי תע"א ופורמולה. תע"א עוסקת בפיתוח מוצרי תעופה אזרחיים, מערכות הגנה וכטב"מים, מערכות חלל וציוד אלקטרוני קשור, ואילו פורמולה היא חברה ציבורית דואלית העוסקת בפיתוח, שיווק והפצה של פתרונות תוכנה וכלי תוכנה ובמתן שירותי תוכנה למערכות מחשוב. אנו סבורים כי פרופיל הסיכון העסקי של החברה מושפע לחיוב בהיבט קבלת החלטות אסטרטגיות ממבנה הבעלות בחברה ומחברות האם הפועלות בתחומים משיקים לפעילותה, כמשתקף בין היתר במבנה הדירקטוריון. בנוסף, שתי חברות האם מתאפיינות באיכות אשראי גבוהה ואנו מעריכים כי הן עשויות לתמוך בטיאסג'י במקרה הצורך.

מנגד, הפרופיל העסקי מוגבל בשל ריכוזיות לקוחות גבוהה. לטיאסג'י שלושה לקוחות עיקריים – משהב"ט, חברת האם תע"א ולקוח צד ג', שתרמו כ-53% מהכנסותיה בשנת 2023. עם זאת, סיכון זה ממותן לאור העובדה כי העבודה עם משהב"ט מתבצעת מול מספר רב של ישויות, למשל זרועות שונות בצה"ל, יחידות מיוחדות וכיו"ב, ומשום שמדובר לרוב בפרויקטים שאינם תלויים זה בזה שכן כל ישות מהווה מרכז רווח עם הזמנות עצמאיות. כמו-כן, בעבודה מול חברת האם תע"א קיים פוטנציאל צמיחה, בעיקר על רקע המצב הביטחוני השורר כיום בישראל ובחלקים נרחבים בעולם, המתבטא בשכלול פיתוחים קיימים והתמגנות מדינות במערכות הגנה.

הפרופיל העסקי מוגבל בשל היקף פעילות נמוך וריכוזיות גאוגרפית גבוהה. הכנסות החברה עמדו ב-2023 על כ-295 מיליון ₪, צמיחה של כ-19% לעומת 2022, בשל צמיחה אורגנית בעיקר בתחומי השליטה ובקרה והמודיעין, לצד צמיחה שמקורה באיחוד לראשונה של חברות שנרכשו. על אף צמיחה זו, אנו סבורים שהיקף

ההכנסות וה-EBITDA של טיאסג'י קטנים יחסית. בנוסף, פרופיל הסיכון העסקי של החברה מוגבל בשל ריכוזיות גאוגרפית גבוהה, שכן בשנת 2023 מרביתן המוחלט של הכנסות החברה הגיעו מפעילותה בישראל.

לטיאסג'י מספר הלוואות בנקאיות שנטלה בשנת 2022 כדי לממן את רכישת החברות הבנות. רמת החוב לא השתנתה מהותית בשנת 2023 ועמדה על כ-136 מיליון ₪ בסוף השנה. יחס החוב המתואם ל-EBITDA עמד על כ-4.6x ב-2023 ויחס ה-FFO לחוב עמד על כ-18.3%.

אנו צופים כי החברה תבצע מספר רכישות בטווח הבינוני לצורך התרחבות פעילותה, ולפיכך אנו סבורים כי היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעמוד על כ-5x ב-2024 ועל 4x-5x ב-2025, וכי היחס FFO לחוב יהיה בטווח של 13%-15% ב-2024 ו-14%-16% ב-2025.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הקרובים תשמור טיאסג'י על מעמדה התחרותי בתחום פיתוח המערכות ושירותים נלווים בישראל. אנו צופים כי פעילות החברה תמשיך לצמוח בטווח הבינוני, מבלי שיחול שינוי מהותי במבנה הבעלות מעבר לתרחיש הבסיס שלנו הכולל אפשרות להנפקת הון. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים שהחברה תציג בשנה הקרובה יחס חוב מתואם ל-EBITDA של כ-5x ויחס FFO לחוב של כ-14%, וכן נזילות "הולמת".

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תציג חריגה משמעותית מתרחיש הבסיס שלנו, אשר תביא ליחס מתואם חוב ל-EBITDA גבוה מ-5x וליחס FFO לחוב נמוך מ-12% לאורך זמן. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, בעקבות הרעה ברווחיות שתוביל לקיטון ב-EBITDA או בעקבות ביצוע נרחב של השקעות ממומנות חוב. התדרדרות ברמת הנזילות עשויה אף היא ליצור לחץ שלילי על הדירוג, כמו גם שינוי מהותי במבנה הבעלות מעבר לתרחיש הבסיס שלנו.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תגדיל באופן ניכר את בסיס ה-EBITDA שלה על ידי שיפור מעמדה התחרותי או נתח השוק וביצועיה התפעוליים, לצד שמירה על יחס חוב מתואם ל-EBITDA נמוך מ-4x ועל יחס FFO לחוב גבוה מ-20% לאורך זמן.

תיאור החברה

חברת טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בע"מ היא חברת מערכות תוכנה העוסקת בפיתוח, מכירה, הספקה, הטמעה ותחזוקה של מערכות מידע מתקדמות בתחום השליטה ובקרה, מודיעין והגנת המולדת לגופים ביטחוניים בארץ ובעולם. בנוסף פועלת החברה בישראל בשוק האזרחי בתחומי הטלקום (מוקדי שירות), סייבר ומערכות מבוססות תוכנה ושירותים נלווים לרשויות מקומיות, בתחומים הכוללים גבייה, הנהלת חשבונות,

חינוך, רווחה, הנדסה ומקרקעין. הפעילות בשוק האזרחי מתבצעת בעיקר באמצעות החברות הבנות בבעלות מלאה קיו.ריטי קוואליטי סקיוריטי סולושנס בע"מ ובר טכנולוגיות (ד.ש.) בע"מ, ובאמצעות אי.פי.אר. מערכות בע"מ, המוחזקת בשיעור של 60%. את שתי האחרונות רכשה טיאסג'י במסגרת הרחבת פעילותה בתחום האזרחי בשנת 2022. כיום החברה מוחזקת שווה בשווה בידי התעשייה האוירית לישראל בע"מ ופורמולה מערכות (1985) בע"מ.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- גידול של 13%-17% בהכנסות ב-2024 ושל 19%-23% ב-2025, הנתמך בעלייה המקומית והגלובלית בתקציבי הביטחון ובצורכי התמגנות במערכות מתקדמות. אנו מעריכים כי המשך רכישות ומיזוגים יתמכו אף הם בצמיחה בהכנסות.
- גידול ב-EBITDA המתואם ל-55-60 מיליון ₪ ב-2024 ול-67-72 מיליון ₪ ב-2025.
- הנפקה ראשונית לציבור במסגרתה תגייס החברה כ-100 מיליון ₪.
- חלוקת דיבידנד לפי מדיניות החברה, כ-50% מהרווח הנקי השנתי.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
חוב/EBITDA	4.6x	כ-5.0x	5.0x-4.0x
חוב/FFO	18.3%	15%-13%	16%-14%

A-בפועל. E-צפוי.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לשימושיה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2024. הערכה זו מתבססת בעיקר על התזרים שהחברה צפויה לייצר ועל היקף המזומן בקופה, מול צורכי שירות החוב והשקעות. תרחיש הנזילות אינו כולל את הנפקת ההון הצפויה מחד או השקעות עתידיות מאידך, מכיוון שאלה אינן מוגדרות בשלב זה כמקורות ודאיים או כשימושים מחייבים.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2024 הם:

- מזומנים בהיקף של כ-46 מיליון ₪.
- FFO תזרימי בהיקף של 30-35 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי שימושי החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב של כ-19 מיליון ₪.
- הוצאות הוניות בהיקף של 3-6 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לחברה מספר התניות פיננסיות במסגרת ההלוואות הבנקאיות שנטלה, לפיהן יחס כיסוי החוב של החברה לא יעלה על 5.5 וההון העצמי המוחשי לא יפחת מ-12 מיליון דולר. להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2023 החברה עומדת בהתניות עם מרווח הולם.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בע"מ.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: השפעה חיובית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 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: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ענפית לדירוג תאגידים, 4 באפריל, 2024

- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	16/06/2024	16/06/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יוני 16, 2024	ilA\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	16/06/2024 10:08
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16/06/2024 10:08
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

טיאסג'י איטי מערכות מתקדמות 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. 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.

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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.