Maalot
S&P Global Ratings

אלביט מערכות בע"מ

15 ביוני, 2021

דירוג חדש

מתן דירוג מנפיק 'ilAA', התחזית יציבה; מתן דירוג 'ilAA' להנפקה פוטנציאלית של איגרות חוב חדשות בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ 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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תיאור החברה 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
נזילות 6
התאמות לדירוג 6
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 7
הרכב ההון 7
מסקנות אנליטיות 7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....7
רשימת דירוגים 8

דירוג חדש

מתן דירוג מנפיק 'ilAA', התחזית יציבה; מתן דירוג 'ilAA' להנפקה פוטנציאלית של איגרות חוב חדשות בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ ע.נ.

תמצית פעולת הדירוג

- אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה") היא חברה טכנולוגית בינלאומית העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מערכות מתקדמות בתחום הביטחון, ביטחון פנים ויישומים מסחריים ביבשה, באוויר ובים.
- לאלביט נגישות בינלאומית טובה המתבטאת בשמירה על פיזור גיאוגרפי רחב ומאוזן של מכירות לאורך העשור האחרון, במקביל לגידול בהכנסותיה. הפרופיל העסקי שלה נתמך בהיסטוריית מיזוגים ורכישות מוצלחים שביצעה החברה תוך הרחבת היכולות הטכנולוגיות המתקדמות שלה, במחקר ופיתוח הנפרש על תיק מוצרים מגוון בתחום הביטחוני המסייע לה לשמור על יתרונה הטכנולוגי ובשיעור הוצאות מו"פ להכנסות ממוצע בהשוואה למתחרים גלובליים.
- פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מאופיין בגמישות פיננסית טובה ובנזילות חזקה המבוססת על תזרים יציב מפעילות שוטפת ועל קווי אשראי בנקאיים, לצד רמת מינוף בינונית ביחס לחברות ההשוואה. לאור נראות טובה של תזרימי המזומנים מצבר ההזמנות הקיים, אנו צופים כי היחסים הפיננסיים של החברה יישארו יציבים בשנתיים הקרובות.
- ב-15 ביוני, 2021, קבענו דירוג מנפיק 'ilAA' לחברת אלביט מערכות בע"מ. כמו כן קבענו דירוג 'ilAA' להנפקה פוטנציאלית של איגרות חוב חדשות של החברה בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ ע.נ.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי בשנתיים הקרובות תמשיך החברה לשמור על מיצוב עסקי גבוה, על צבר הזמנות גדול וצומח ועל יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, קרי יחס FFO (funds from operations) לחוב בטווח 30%-20% ויחס חוב ל-EBITDA בטווח 4.0x-3.0x.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

דירוג אלביט משקף את המיצוב העסקי הגבוה שלה כמפתחת ויצרנית מערכות עם חדשנות טכנולוגית לעומת מתחרים בתחומי פעילותה, ופעילות גלובלית נרחבת, ובכללה פעילות בשוק הצומח בארצות הברית ואספקת פתרונות טכנולוגיים מרכזיים וחיוניים למשרד הבטחון הישראלי. בעשור האחרון צמחו הכנסותיה של אלביט בכ-75% לכ-4.7 מיליארד דולר ב-2020 מכ-2.7 מיליארד דולר ב-2010 תוך שמירה על פיזור גיאוגרפי רחב.

אלביט ביצעה מיזוגים ורכישות מוצלחים תוך הרחבת היכולות הטכנולוגיות המתקדמות שלה במספר תחומי פעילות כדוגמת ארטילריה, סייבר, ראיית לילה, מערכות הגנה רכה וקשה ומערכות הגנה מבוססות לייזר, הנחשב כתחום פורץ דרך בתעשייה. החברה פועלת באופן אינטגרטיבי בין תחומי פעילותה לשם התאמת

פתרונות ייחודיים משולבים מבוססי טכנולוגיה ללקוחותיה. מרבית מוצרי החברה מיועדים למגזר הביטחוני הצומח, אשר מספק יציבות ונראות עדיפים יחסית למגזר האזרחי. יתרונות אלו מתקזזים במידת מה על ידי תלות בתקציבי ביטחון בינלאומיים, על ידי היקף הכנסות ו-EBITDA קטנים בהשוואה למתחרים גלובליים ועל ידי הצורך להמשיך ולהשקיע במחקר ופיתוח בהיקפים גבוהים כדי לשמור על יתרון טכנולוגי.

ברבעון הראשון של 2021 הגיע צבר ההזמנות של אלביט לשיא של כ-11.8 מיליארד דולר. הצבר מספק נראות טובה של הכנסות לכשנתיים-שלוש, כמקובל בתעשייה. להערכתנו, צבר ההזמנות וההכנסות של החברה צפויים לגדול בשנים הקרובות לאור ההזמנות הגדולות בהן זכתה לאחרונה מול מספר מדינות, ביניהן בריטניה, יוון וארצות הברית.

הפרופיל הפיננסי של החברה משקף רמת מינוף בינונית, כמשתקף ביחס מתואם FFO לחוב של כ-30% וביחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-3.0x. אנו צופים עלייה מסוימת במינוף בשנתיים הקרובות בשל רכישות שביצעה החברה, בראשן רכישת Sparton Corporation ("Sparton") האמריקאית, ובשל עלייה מסוימת בהוצאות מחקר ופיתוח. עם זאת אנו מאמינים שגם בהינתן עלייה מסוימת ביחס המינוף וירידה ביחס הכיסוי, הם יישארו בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי במרווח מספק.

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.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12-24 החודשים הקרובים תשמור אלביט על מיצובה העסקי הגבוה, כולל יכולות מחקר ופיתוח, ועל צבר הזמנות גדול. אנו צופים שהחברה תשמור על יחסים פיננסיים מתואמים FFO לחוב של כ-20%-30% וחוב ל-EBITDA של כ-3.0x-4.0x. ציפיותינו נשענות על נראות טובה של ההכנסות ותזרימי המזומנים מצבר ההזמנות הנוכחי של החברה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול שחיקה ביחסי המטרה שצוינו לעיל או אם תחול ירידה ביחס תזרים המזומנים התפעולי הפנוי (FOCF) לחוב אל מתחת ל-10% לאורך זמן. תרחיש זה עשוי לקרות אם צבר ההזמנות של החברה יצטמצם או שאיכותו תישחק ללא התאמה מקבילה במבנה העלויות, באופן שיחליש את שיעור ה-EBITDA המתואם לכ-5%.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם נעריך שהחברה תציג לאורך זמן יחס מתואם FFO לחוב גבוה מ-30% ויחס FOCF לחוב גבוה מ-15%, בד בבד עם שמירה על כושר התחרות מול מתחרים גלובליים והמשך הגדלת בסיס ההכנסות לצד שיפור בשיעור ה-EBITDA המתואם.

תיאור החברה

אלביט מערכות בע"מ היא חברה טכנולוגית בינלאומית העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מערכות מתקדמות להגנה, ביטחון פנים ויישומים מסחריים, ביבשה, באוויר ובים. החברה פועלת על פי מודל עסקי סינרגטי המספק ללקוחותיה פתרונות טכנולוגיים מתקדמים ומשולבים המיועדים ליישומים בארבעה תחומים עסקיים עיקריים: מערכות כלי טייס, מערכות תקשוב , מערכות יבשה ומערכות אלקטרו-אופטיות. מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובנאסד"ק. בעלת השליטה בחברה היא מפעלי פדרמן בע"מ (כ-44.3% במישרין ובעקיפין), אשר בעל השליטה בה הוא מר מיכאל פדרמן. יתרת מניות החברה מחוזקות בידי הציבור.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- גידול בצבר ההזמנות של החברה למעל 12 מיליארד דולר ב-2021, הנובע מהזמנות בהן זכתה החברה לאחרונה מול מדינה באסיה-פסיפיק, בריטניה, המארינס האמריקאי ומשרד הביטחון הישראלי והיוונית.
- גידול של כ-8%-10% בהכנסות בשנת 2021 בעקבות רכישות Sparton ו-BAE Systems Rokar, בד בבד עם צמיחה אורגנית.
- שיעור EBITDA מתואם של כ-12%-12.5% בשנתיים הקרובות. להערכתנו, מבנה ההוצאות לא ישתנה באופן מהותי. עומס ההתחייבויות לפרישה של עובדים יישאר גבוה, והוצאות המו"פ יגדלו מעט על מנת לאפשר יצירת ערך עתידית.
- פעילות מיזוגים ורכישות אופציונאליות בהיקף של כ-100-200 מיליון דולר בשנתיים הקרובות.
- חלוקת דיבידנד של כ-78 מיליון דולר בשנה, בדומה לחלוקות בשנים האחרונות.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
חוב/FFO	29.5%	30%-25%	30%-25%
חוב/FOCF	13.8%	16%-14%	17%-15%
חוב/EBITDA	2.9x	3.5x-3.0x	3.5x-3.0x

A-בפועל. E-צפוי

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "חזקה". אנו מעריכים כי היחס בין המקורות לשימושים של החברה ב-12 החודשים הבאים יעלה על 1.5x. הערכה זו נסמכת על תזרים יציב מפעילות שוטפת ועל קווי אשראי בנקאיים. אנו מעריכים כי לחברה יהיה עודף מקורות על שימושים גם אם ה-EBITDA יקטן ב-30% בהשוואה לתרחיש הבסיס התפעולי שלנו, וסבורים כי קיים מרווח מספק ביחס להתניות הפיננסיות של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-208.5 מיליון דולר.
- FFO תזרימי בהיקף של כ-460-490 מיליון דולר.
- תמורה ממכירת נכסים בהיקף של כ-28 מיליון דולר.
- הלוואה בנקאית בהיקף של כ-450 מיליון דולר.
- מקורות אחרים בהיקף של כ-25 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב בהיקף של כ-300 מיליון דולר.
- צורכי הון חוזר בהיקף של כ-100 מיליון דולר.
- השקעות הוניות בהיקף של כ-160 מיליון דולר.
- רכישות בהיקף של כ-416 מיליון דולר.
- חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-78 מיליון דולר.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

נכון להיום כולל מבנה ההון של אלביט מערכות חובות מגופים בנקאיים ומוסדות פיננסיים בהיקף של כ-1.19 מיליארד דולר, אליהם יתווספו, אם תושלם ההנפקה, איגרות חוב בכירות לא מובטחות בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ ע.נ. (תמורת האג"ח צפויה לשמש למחזור חלק מהחוב הנוכחי).

מסקנות אנליטיות

אנו מדרגים את איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות בהיקף כולל של כ-1.2 מיליארד ₪ ע.נ. בדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, משום שלהערכתנו סיכון הנחיתות אינו משמעותי במבנה ההון.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- 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 של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

אלביט מערכות	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA\Stable	15/06/2021	15/06/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ב	ilAA	15/06/2021	15/06/2021
סדרה ג	ilAA	15/06/2021	15/06/2021
סדרה ד	ilAA	15/06/2021	15/06/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יוני 15, 2021	ilAA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	09:59 15/06/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:59 15/06/2021		
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.