Maalot
S&P Global Ratings

התעשיה האוירית לישראל בע"מ

.....

8 באוגוסט, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

עמרי שטרן, לונדון, 44-20-7176-7117 omri.stern@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

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

David Matthews, לונדון, 44-20-7176-3611 david.matthews@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג: יציבה 5
התרחיש השלילי 5
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תרשים 1: התעשיה האוירית לישראל בע"מ ומתחרות – שיעור EBITDA (%) 7
תיאור החברה 7
תרשים 2: התעשיה האוירית לישראל בע"מ – מכירות לפי אזור גיאוגרפי, 2018 8
הפרופיל העסקי 8
החטיבות הביטחוניות 8
החטיבות האזרחיות 9
צבר הזמנות 9
הפרופיל הפיננסי 11
הוצאות הוניות לא יוכלו בהכרח לתמוך במגוון המוצרים 11
נזילות: חזקה 13
חלויות חוב 14
תרשים 3: התעשיה האוירית לישראל בע"מ – חלויות חוב 14

ניתוח התניות.....14
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי.....14
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן.....14
התאמות לדירוג.....15
התאמות לדיווח הכספי.....16
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....17
רשימת דירוגים.....18

התעשיה האוירית לישראל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• צבר הזמנות גדול, שווה ערך לכשלוש שנים של הכנסות. • חוזים ביטחוניים ארוכי טווח המקנים נראות טובה לתזרים ההכנסות, והיקף גבוה של מימון חיצוני לפעילות המחקר והפיתוח. • חשיבות כנכס אסטרטגי של מדינת ישראל. • מדיניות פיננסית יציבה, עם חלוקת דיבידנדים מתונה ופעילות מיזוגים ורכישות מוגבלת. • יתרת מזומנים גבוהה, יותר מ-1.3 מיליארד דולר, הנובעת ממקדמות בהיקפים גבוהים מלקוחות.	• מבנה עלויות קשיח והיעדר יתרונות לגודל בפעילות האזרחית, המובילים לשיעורי EBITDA נמוכים יחסית לקבוצת ההשוואה, בין 5% ל-7%. • ריכוזיות גבוהה של לקוחות – ארבעת הלקוחות הגדולים אחראים לכמחצית מהמכירות. • חשיפה לשינויים רגולטוריים, מנהליים ודיפלומטיים. • סיכונים בטווח הבינוני-ארוך כתוצאה משינויים שנעשו לאחרונה בתקציב הסיוע מארה"ב.

מבנה העלויות הקשיח ושיעורי הרווח הנמוכים מהווים חיסרון תחרותי מול המתחרות הישירות בענף הביטחוני. הנוף התחרותי בישראל מורכב מאד, וכולל שלוש חברות (התעשיה האוירית לישראל בע"מ [תע"א], רפאל מערכות מתקדמות בע"מ [רפאל, ilAAA/Stable/ilA-1+] ואלביט מערכות בע"מ) עם פעילויות חופפות מחד ופרויקטים משותפים מאידך. רכישת תעש מערכות בע"מ (לשעבר התעשייה הצבאית) מידי ממשלת ישראל הפכה את אלביט מערכות לחברה הביטחונית הגדולה ביותר בישראל, ואפשרה לה להציע מוצרים תחליפיים לחלק ממוצרי תע"א. הן אלביט מערכות והן רפאל מתמקדות בתחום הביטחוני בלבד, ולכן נהנות מרווחיות ותזרימי מזומנים גבוהים יותר.

אנו סבורים שענף התעשיות הביטחוניות הוא תחרותי מאד. הלחץ על תקציבי ביטחון במדינות שונות בעולם מביא למעבר מאמצעי לחימה מתקדמים למוצרים במחירים נגישים. בנוסף, ממשלות מעדיפות לחתום על חוזים עם יצרניות מקומיות. כיום מתמקדת אסטרטגיית השיווק של החברה בהשתתפות בתכניות ביטחוניות שונות שבהן היא נהנית ממומחיות טכנולוגית. אנו סבורים שמעבר של מדינות שונות לרכישת מוצרים במחירים נגישים ולייצור מקומי עשוי להקשות על החברה, בהינתן היעדר יתרונות לגודל ונוכחות מחוץ לישראל.

הנהלת החברה פועלת מזה זמן מה לשיפור הרווחיות, ותע"א נמצאת בשלבים האחרונים של תקופת מעבר שהחלה בסוף 2016 עם תכנית ההבראה שכללה הפחתת מצבת העובדים ב-830, ונמשכה ב-2018 וב-2019.

הצעדים החשובים הבאים הם השגת סינרגיות מאיחוד הפעילות האזרחית לחטיבה אחת החל בינואר 2019, משא ומתן עם ועד העובדים על הסכם שכר חדש בהמשך השנה והרחבת הפעילות בחו"ל.

להערכתנו, פעולות אלה צפויות לתמוך בשיפור הרווחיות בשנים 2019 ו-2020, ולשפר את מעמדה התחרותי של החברה בענף.

החשיבות האסטרטגית למדינת ישראל היא חוזקה חשובה, אף שהיא יוצרת ריכוזיות ומגבילה את יכולת התחרות בשוקי חוץ. לתע"א ולחטיבותיה הצבאיות חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל, שהיא גם אחד הלקוחות המרכזיים של החברה ואחראית לכ-20%-25% מהמכירות בשנים האחרונות. החברה נהנית מתמיכה ממשלתית מתמשכת שמתבטאת במימון מו"פ ובחוזים ייעודיים. בנוסף, צה"ל משמש כחותמת איכות כלפי לקוחות אחרים של תע"א. מאידך, היות שחלק מהמוצרים מסווגים, החברה אינה יכולה למכור אותם בשוקי חוץ. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים כגון רגולציה ממשלתית, שינויים מנהליים ותמורות דיפלומטיות אשר עלולות לפגוע בחוזים מול משרדי ביטחון של מדינות זרות.

השינויים בתקציב הסיוע של ארצות הברית יוצרים סיכונים בטווח הבינוני-ארוך. בתחילת ספטמבר 2016 חתמה מדינת ישראל עם ממשלת ארה"ב על הסכם מסגרת בטחוני חדש לעשר שנים. לפי תנאי ההסכם, שנכנס לתוקף באוקטובר 2018, תספק ארה"ב לישראל סיוע בטחוני בהיקף של 38 מיליארד דולר על פני עשר שנים. סכום זה כולל 33 מיליארד דולר למימון רכש צבאי ו-5 מיליארד דולר למימון משותף של תכניות הגנה נגד טילים.

על פי ההסכם החדש, החלק מתקציב הסיוע שישראל תוכל להמיר לשקלים ולהשתמש בו כדי לרכוש מוצרים מחברות ישראליות יצטמצם הדרגתית מ-815 מיליון דולר ב-2019 ל-450 מיליון דולר ב-2025 ולאפס ב-2028. לדעתנו, למאפיין זה, שייכנס לתוקף לאחר שבע שנים של ההסכם, תהיה בטווח הבינוני השפעה שלילית על התעשיות הביטחוניות בישראל, שווה ערך לירידה במכירות של כ-800 מיליון דולר בשנה. על מנת להתגבר על סיכון זה תצטרך תע"א למצוא פתרונות כגון העברת פעילויות לארה"ב או רכישת חברות אמריקאיות. אם לא תעשה זאת, חלק ניכר מתקציב הביטחון של ישראל יעבור לחברות אמריקאיות וישפיע לרעה על הכנסותיה ורווחיה של תע"א. ב-2018 הסתכמו מכירות תע"א למשרד הביטחון בכ-785 מיליון דולר, שהם 21% מהמחזור שלה.

השינוי במדיניות ארה"ב אינו ייחודי לישראל ואנו רואים דרישות דומות גם בהודו, שם שמה הממשלה דגש על ייצור מקומי. בשלב זה מתמקדות כל יכולות הייצור של תע"א בישראל. בתרחיש הבסיס שלנו איננו כוללים את העלויות הכרוכות בהתרחבות של תע"א מחוץ לישראל. אולם אנו צופים רכישה של חברה בחו"ל בשלוש השנים הקרובות.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתע"א תשמור בשנים הקרובות על צבר הזמנות של לפחות 9 מיליארד דולר ועל EBITDA של 250 מיליון דולר או יותר, עם שיעור EBITDA של 5%-7%.

אנו מצפים כי החברה תשמור על יחס FFO (funds from operations) מתואם לחוב של כ-35% בשנתיים הקרובות. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי החברה תשמור על מבנה ההון הקיים שלה ועל מדיניות פיננסית שמרנית, ולא תבצע רכישות מהותיות.

בנוסף, הדירוג הנוכחי מבוסס על ההנחה שלא יהיה שינוי בשיעור ההחזקה של מדינת ישראל בתע"א.

התרחיש השלילי

איננו צופים פעולת דירוג שלילית ב-12-24 החודשים הקרובים. אנו עשויים להוריד את הדירוג אם צבר ההזמנות של החברה יצטמצם או שאיכותו תישחק ללא התאמה מקבילה במבנה העלויות. להערכתנו, תרחיש כזה עשוי לנבוע, בין היתר, מתחרות עזה, מדרישה להגדיל את הייצור המקומי, או מחוסר יכולת של תע"א לפתח טכנולוגיות חדשות, גורמים אשר עשויים להחליש את שיעור ה-EBITDA לפחות מ-5% או את היחס FFO מתואם לחוב לפחות מ-20% לאורך זמן.

בנוסף, נשקול הורדת דירוג אם נשנה את הערכתנו לסבירות לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן בחברה. תרחיש זה עשוי לקרות אם הממשלה תקדם את תכניתה למכור היקף משמעותי של מניות תע"א או אם תחול ירידה במכירות לממשלת ישראל.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תצליח לשפר את רווחיותה, ולהציג שיעור EBITDA של 7% לכל הפחות ויחס FFO לחוב גבוה מ-30% לאורך זמן, תוך ייצור תזרים מזומנים שוטף חופשי חיובי וגבוה.

תנאים נוספים שעשויים לתמוך ברמת דירוג גבוהה יותר הם שיפור ברווחיות המגזר האזרחי , שמירה על צבר הזמנות גדול בתחום הצבאי ועמידה בזמני הפרויקטים.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- עלייה של כ-4% בהכנסות ב-2019 ו-2020, על סמך גידול מתמשך בצבר ההזמנות. נציין שכ-90% מהכנסות 2019 וכ-70% מהכנסות 2020 מובטחות כיום בצבר ההזמנות הקיים.
- מתאם נמוך בין המצב המקרו-כלכלי לתוצאות החברה בטווח הקצר. מאידך, תוצאות החברה תלויות באופן הדוק ביכולתה להשלים פרויקטים בזמן וללא חריגה בעלויות.
- שער חליפין של כ-3.5 ₪ לדולר בשנתיים הקרובות, בדומה לשער הנוכחי.

- ירידה של כ-50-100 מיליון דולר בתזרים המזומנים השוטף החופשי בשנתיים הקרובות, בשל הוצאות בגין תכנית ההבראה החדשה שנמצאת כעת במשא ומתן.
- תנודתיות בהון החוזר, אולם ללא השפעה ישירה על החוב הפיננסי. נכון להיום, רוב המזומן במאזן מקורו במקדמות לקוחות, שאיננו מקזזים מהחוב.
- הוצאות הוניות (capex) בהיקף דומה לשנים קודמות – כ-150-170 מיליון דולר בשנה.
- רכישות אפשריות בהיקף של 100-200 מיליון דולר לשנה בשנתיים הקרובות.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
EBITDA	229.9 מיליון דולר	300-280 מיליון דולר	300-280 מיליון דולר
חוב/EBITDA	2.5x	2.6x-2.4x	2.5x-2.3x
FFO/חוב	36.7%	40%-35%	40%-35%

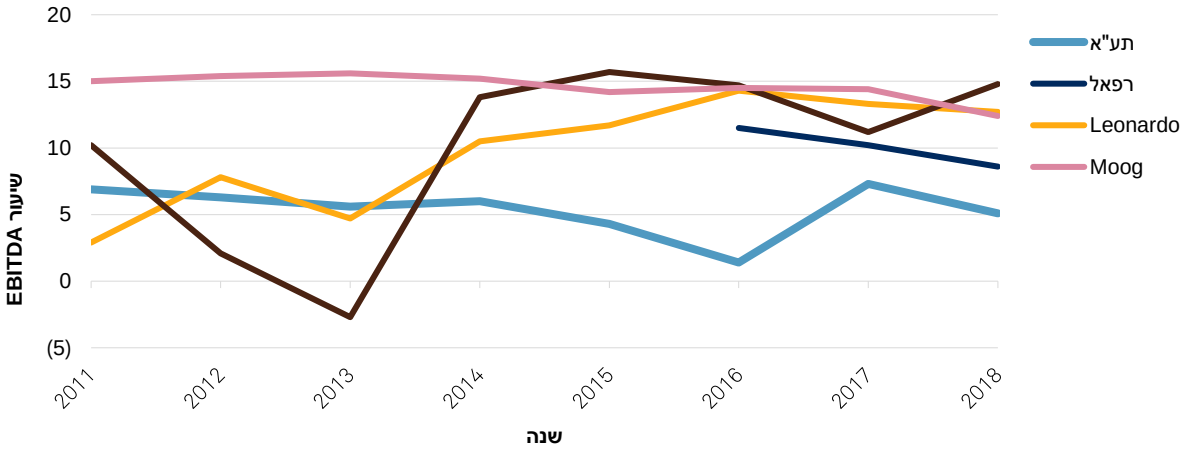
A-בפועל. E-צפוי. הנתונים הם לאחר התאמות של S&P Global Ratings.

תחזיות תרחיש הבסיס

היחסים הפיננסיים צפויים להישאר יציבים ב-12-24 החודשים הקרובים, אך עשויים להשתנות בעתיד. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שב-2019-2020 יגדלו הכנסותיה של החברה בשיעור של כ- 4% ותזרים המזומנים השוטף החופשי שלה יגדל במעט יותר מ-10%, בשל תשלומי פרישה מרצון והוצאות הוניות גבוהות יחסית. אנו צופים כי יחס ה-FFO לחוב יהיה כ-35%-37%, מעל לטווח של 20%-25% שאנו רואים כהולם את הדירוג. עם זאת, היחסים עשויים להשתנות במידה ניכרת לאחר החלטת החברה להרחיב את הייצור לחו"ל שעלולה להביא לגידול ברמת החוב הכולל.

הרווחיות ירדה ב-2018 באופן זמני בלבד, וצפויה לעלות ב-2019 והלאה. תוצאות 2018 הושפעו לרעה מכמה רישומים חד פעמיים, ביניהם הסכם ההסבה עם בואינג, עיכובים בפרויקט בהודו והשקעה בפרויקט "בראשית", שהורידו את הרווחיות לכ-6.2% מ-8.0%. ב-2019 צפויה החברה לספק הזמנות בחוזים שנחתמו לאחרונה, ואנו צופים כי הרווחיות תעלה שוב מעל 7%. שיפור נוסף בתוצאות ייתכן כתוצאה ממיזוג הפעילות האזרחית לתוך חטיבת התעופה החל מינואר 2019, שעשוי ליצור סינרגיות בעלויות ולתמוך בעליית הרווחיות לכ-8%.

תרשים 1: התעשיה האוירית לישראל בע"מ ומתחרות – שיעור EBITDA (%)



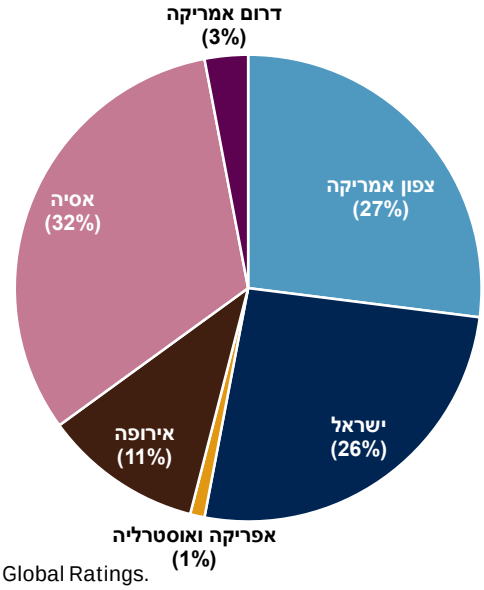
Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

תיאור החברה

תע"א מפתחת מוצרים תעופתיים צבאיים ואזרחיים, מערכות חלל וציוד אלקטרוני קשור. החברה מחולקת לארבע חטיבות: כלי טיס צבאיים, מערכות טילים וחלל, אלקטרוניקה צבאית (אלתא) ותעופה. רוב מכירות החברה הן לייצוא.

תע"א נמצאת בבעלות ממשלתית מלאה, והיא אחת החברות התעשייתיות הגדולות ביותר בישראל, עם כמעט 15,000 עובדים. מתחרותיה העיקריות של תע"א בישראל הן רפאל ואלביט מערכות, ואילו בשוק הגלובלי היא מתחרה בחברות רבות.

תרשים 2: התעשיה האוירית לישראל בע"מ – מכירות לפי אזור גיאוגרפי, 2018



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של תע"א משקף, לדעתנו, את מבנה העלויות הקשיח של החברה וחיסרון יחסי לגודל, המובילים לשיעורי רווח נמוכים מהממוצע בהשוואה לחברות דומות בענף (שיעורי EBITDA של 5%-7% לאורך זמן, בהשוואה ליותר מ-10% אצל המתחרות). הערכתנו משקפת גם את החשיפה המשמעותית של החברה לשוק התעופה האזרחי (חטיבת התעופה), המאופיין בתחרות גבוהה ובשולי רווח נמוכים.

גורמים אלו מתקזזים בחלקם, לדעתנו, על ידי צבר ההזמנות המגוון של החברה, על ידי פיזור גיאוגרפי רחב בתחום הצבאי, על ידי מעמד תחרותי איתן הנובע מהיתרונות הטכנולוגיים של החברה, ועל ידי חשיבותם האסטרטגית של חלק ממוצרי החברה למדינת ישראל.

רוב הכנסותיה של תע"א נובעות מהתחום הביטחוני (70%-75%) והיתרה מהתחום האזרחי (25%-30%). כ-75% ממכירות הקבוצה הן ליצוא.

החטיבות הביטחוניות

החטיבות הצבאיות של תע"א כוללות כלי טיס צבאיים, מערכות טילים ומערכות תקשורת. בין המוצרים המובילים של החברה נמצאים כלי טיס בלתי מאוישים, לוויינים צבאיים ומערכות מכ"ם מתקדמות. כמעט כל הרווח הגולמי של החברה ב-2018 נבע מהחטיבות הצבאיות.

תע"א נהנית ממומחיות טכנולוגית טובה, שעוזרת לה לשמור על מעמד מוביל בכמה תחומים, ביניהם ייצור מל"טים והגנה אווירית. אולם בניגוד לכמה ממתחרותיה, תע"א אינה מתמקדת במוצרים ספציפיים, אלא מכסה

תיק מגוון של מוצרים. להערכתנו, עובדה זו מציבה אתגר נוסף לחברה לשמור על החדשנות הטכנולוגית שלה לאורך זמן, כשהיא מתחרה בחברות ממוקדות או גדולות יותר.

מחוץ לישראל, מוצריה הביטחוניים של תע"א משווקים בעיקר לאסיה (בעיקר להודו). בניגוד לחלק ממתחרותיה, תע"א כפופה למגבלות על שיווק מוצריה למדינות מסוימות (סין, רוסיה, מדינות שונות במזרח התיכון ועוד). מאידך, החברה מתקשה מאד להתחרות בענקיות הענף בשווקים המקומיים שלהן, בפרט בארה"ב ובאירופה. כתוצאה מכך, שוקי היעד של החברה מוגבלים.

החטיבות האזרחיות

החטיבות האזרחיות של תע"א כוללות ייצור של מטוסי מנהלים ושל חלקים, תחזוקה ושיפוץ עבורם, ושדרוג והסבה של כלי טייס אחרים. ב-2018 דיווחו החטיבות האזרחיות על הכנסות של כ-1.3 מיליארד דולר ורווח גולמי של כ-100 מיליון דולר. בינואר 2019 השלימה תע"א את איחוד הפעילות האזרחית לחטיבה אחת (חטיבת תעופה), הכוללת כ-5,000 עובדים. תכנית זו היא נדבך נוסף בתכנית ההבראה שהקטינה את מצבת כוח האדם ב-830 עובדים.

תחום מטוסי המנהלים של תע"א קשור להסכם ארוך טווח עם חברת Gulfstream לייצור מטוס הסילון G280 (מטוס מנהלים בגודל בינוני). לפי ההסכם, Gulfstream אחראית למכירות ולשיווק, ותע"א אחראית לייצור המטוס. המטוס הושק לראשונה ב-2012, ואורך החיים הטיפוסי של מטוס מסוג זה הוא בין 10 ל-15 שנה. תחום מטוסי המנהלים נחשב תנודתי מאד, ועדיין לא חזר לרמתו מלפני המשבר הגלובלי ב-2008. בתקופה הקרובה תצטרך החברה להחליט מהו הכיוון האסטרטגי של החטיבה, בהתחשב בביצועיה החלשים בעשור האחרון ובהשקעה הגדולה שתידרש כדי להאריך את מחזור חייו של ה-G280 או לבצע יוזמות אחרות. לחלופין, החברה עשויה להניח לחטיבה להצטמצם ולסיים את פעילותה עם תום חייו של המטוס.

פעילות תחזוקת, תיקון ושיפוץ כלי טייס אזרחיים נחשבת לענף ללא ערך מוסף גבוה (קומודיטי), והביקוש לה תלוי במגמות כלליות בענף התעופה וביכולת להציע מחיר תחרותי. תע"א סובלת מחיסרון מבני בהשוואה למתחרותיה, בשל מבנה העלויות שלה, הכולל מצבת עובדים גדולה ושכר גבוה.

צבר הזמנות

צבר ההזמנות של תע"א מספק בדרך כלל נראות טובה מאד 12 חודשים קדימה, נראות סבירה ל-12 החודשים שלאחר מכן ונראות מוגבלת במידת מה לשנה השלישית והלאה. מחזור החיים של חוזה ביטחוני הוא ארוך למדי, וכולל הצעות לא מחייבות, עמידה בדרישות מקדימות, חתימת החוזה ואספקת המוצר. חוזים ביטחוניים הם לרוב ארוכי-טווח, בעוד שהזמנות בסקטור האזרחי הן קצרות-טווח.

אנו ממשיכים לראות את צבר ההזמנות של החברה כגורם חשוב בדירוג. לדעתנו, בהינתן התהליך הארוך עד חתימה על חוזה והגמישות המוגבלת של החברה בהתאמת כוח האדם שלה, כל ירידה של צבר ההזמנות אל

מתחת ל-7-8 מיליארד דולר עשויה להפעיל לחץ על תוצאותיה בטווח הבינוני, ולהעלות חששות לגבי מידת התחרותיות שלה.

ב-31 במרץ, 2019, עמד צבר ההזמנות של תע"א על שיא של 13.7 מיליארד דולר, בהשוואה ל-8.5 מיליארד דולר ב-30 ביוני, 2016. הגידול בצבר ההזמנות בשנים האחרונות תומך בנראות של צמיחת ההכנסות בשלוש השנים הקרובות. לנוכח תנודתיות צבר ההזמנות, החברה משתדלת להתמקד יותר בפרויקטים קטנים, הממתנים חלקית את הסיכון הכרוך בפרויקטי ענק, כגון עיכובים אפשריים, מורכבות ושיקולים פוליטיים. להבנתנו, חלק גדול של צבר ההזמנות מקורו באסיה, ואחריה ישראל וצפון אמריקה.

Table 1.

Israel Aerospace Industries Ltd.-- Peer Comparison (Mil. $)

Industry Sector: Aerospace & Defense

	Israel Aerospace Industries Ltd.	**Leonardo S.p.a.**	**Moog Inc.**	**Spirit AeroSystems Inc.**	**Rafael Advanced Defense Systems Ltd.**
Ratings as of Aug. 1, 2019	BBB-/ Stable/ A-3	BB+/ Stable/B	BB+/Stable	BBB-/ Stable	A-/ Stable/A-2
	--Fiscal year ended Dec. 31, 2018--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2018--	--Fiscal year ended Sep. 29, 2018--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2018--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2018--
Revenue	3,682.0	14,013.5	2,709.5	7,222.0	2,493.5
EBITDA	229.9	1,777.5	336.3	1,065.3	215.4
Funds from operations (FFO)	207.7	1,497.7	259.2	789.6	203.5
Interest expense	55.1	264.9	42.4	61.2	14.0
Cash interest paid	24.1	295.8	42.8	73.4	11.8
Cash flow from operations	344.7	435.2	117.9	775.5	(30.8)
Capital expenditure	165.0	606.8	94.5	271.2	147.4
Free operating cash flow (FOCF)	179.7	(171.6)	23.4	504.3	(178.2)
Dividends paid	0.0	92.7	17.9	48.0	0.0
Discretionary cash flow (DCF)	179.7	(264.3)	(88.1)	(365.1)	(178.2)
Cash and short-term investments	1,479.0	2,345.9	125.6	773.6	697.2
Debt	565.8	5,024.7	941.2	1,218.0	0.0
Equity	836.0	5,163.5	1,225.0	1,238.1	1,180.3
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	4.6	6.2	8.5	3.4	14.6
EBITDA margin (%)	6.2	12.7	12.4	14.8	8.6
Return on capital (%)	3.0	11.8	11.1	31.1	13.6
EBITDA interest coverage (x)	4.2	6.7	7.9	17.4	15.4
FFO cash interest coverage (x)	9.6	6.1	7.1	11.8	18.2
Debt/EBITDA (x)	2.5	2.8	2.8	1.1	0.0
FFO/debt (%)	36.7	29.8	27.5	64.8	NM

	Israel Aerospace Industries Ltd.	Leonardo S.p.a.	Moog Inc.	Spirit AeroSystems Inc.	Rafael Advanced Defense Systems Ltd.
Cash flow from operations/debt (%)	60.9	8.7	12.5	63.7	NM
FOCF/debt (%)	31.8	(3.4)	2.5	41.4	NM
DCF/debt (%)	31.8	(5.3)	(9.4)	(30.0)	NM

NM – Not meaningful.

הפרופיל הפיננסי

אנו צופים שיחס ה-FFO לחוב בשנים 2019 ו-2020 יהיה מעל 35% ושיחס החוב ל-EBITDA יהיה כ-2x. יחסים אלה תלויים בפירות תכנית ההבראה ובשינויים מוגבלים בחוב ברוטו של תע"א בעקבות אמורטיזציה חוזרת של החוב. מאידך, אנו צופים שהחברה תייצר תזרימי מזומנים חופשיים צנועים בלבד (לפני שינויים בהון החוזר) בשנים הקרובות.

גורמים נוספים המשפיעים על פרופיל הסיכון הפיננסי של תע"א:

- תנודתיות של ההון החוזר – ההון החוזר של תע"א נתון לתנודות מהותיות (בעיקר מקדמות מלקוחות ועבודה בתהליך). שינויים אלה בהון החוזר קשורים ישירות להזמנות החוזיות של החברה. אי לכך, גידול בצבר ההזמנות יביא להקטנת צורכי ההון חוזר. לדוגמה, ב-2016 היה ההבדל בין ההון החוזר המקסימלי למינימלי יותר מ-450 מיליון דולר
- אי-התאמה מטבעית – רוב הכנסות החברה נקובות בדולרים, בעוד שהוצאותיה, בעיקר משכורות, נקובות בשקלים. בשולי רווח צרים מאד, תנודתיות בשער החליפין עשויה להשפיע במידה ניכרת על רווחיות החברה. תע"א ממתנת את התנודתיות באמצעות גידור מטבעי מתגלגל של 12 עד 24 חודשים. אולם אסטרגיית גידור זו אינה נותנת מענה להתמודדות עם שערי חליפין לא נוחים לאורך פרק זמן ארוך.

נכון ל-31 בדצמבר, 2018, עמד החוב המתואם של תע"א על 566 מיליון דולר, הכוללים חוב ז"א בהיקף של 384 מיליון דולר, התחייבויות לעובדים בהיקף של 238 מיליון דולר וחוזי חכירה תפעולית בהיקף של 112 מיליון דולר. לחברה לוח סילוקין נוח. החברה מחזיקה אמנם מקורות מזומנים ונזילים ניכרים במאזן (כ-1.3 מיליארד דולר נכון ל-31 במרץ, 2019), אך אנו מקזזים מהחוב סכום קטן יחסית, שווה ערך לחלויות החוב של החברה בשנתיים הבאות. אנו סבורים שיתרת המזומנים, שמקורה במקדמות לקוחות (כ-2.45 מיליארד דולר נכון ל-31 במרץ, 2019), אינם זמינים במלואם לשירות החוב, והיקפם עלול לקטון אם צבר ההזמנות הנוכחי יצטמק.

הוצאות הוניות לא יוכלו בהכרח לתמוך במגוון המוצרים

בדומה לחברות אחרות בענף, תע"א משקיעה כ-8%-9% מהכנסותיה, כ-150 מיליון דולר לשנה, בהוצאות הוניות ובמחקר ופיתוח. סכום זה מוכפל פי שלושה ויותר אם כוללים מקורות מו"פ חיצוניים. אולם בניגוד לחברות המתחרות, היקף התיק של תע"א מהווה חיסרון, משום שהיא נאלצת לפזר את התקציב על מגוון רחב

של מוצרים. לדוגמה, התקציב מספיק כדי להאריך את חייו של מטוס ה-G280 או כדי להמיר חלק מהטכנולוגיה הצבאית לשימושים מסחריים. לשם השוואה, מתחרתה האיטלקית של תע"א, Leonardo SpA, הפועלת בכמה חטיבות, משקיעה פי שניים עד שלושה מתע"א ביחס להיקף ההכנסות.

אנו מבינים כי החברה בוחנת אפשרות לביצוע רכישות בהיקף של עד כמה מאות מיליוני דולרים על מנת להתרחב לאזורים גיאוגרפיים וסגמנטים נוספים. אנו רואים זאת כסיכון ואיננו כוללים זאת בתרחיש הבסיס שלנו, שבמסגרתו הנחנו רכישות בסכום של כ-100-200 מיליון דולר בשנה. אנו צופים שרכישות אלו ישפיעו על היחסים הפיננסיים של החברה, אך כמעט ולא ישפיעו על הפרופיל הפיננסי שלה.

Table 2.

Israel Aerospace Industries Ltd. – Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Aerospace & Defense

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenue	3,682.0	3,520.0	3,577.0	3,708.0	3,827.0
EBITDA	229.9	285.8	76.5	183.0	249.0
Funds from operations (FFO)	207.7	280.5	36.2	177.0	227.9
Interest expense	55.1	56.3	46.3	48.0	44.1
Cash interest paid	24.1	21.3	21.3	21.0	19.1
Cash flow from operations	344.7	329.5	175.2	65.0	(176.1)
Capital expenditure	165.0	146.0	163.0	139.0	168.0
Free operating cash flow (FOCF)	179.7	183.5	12.2	(74.0)	(344.1)
Dividends paid	0.0	5.0	0.0	9.0	10.0
Discretionary cash flow (DCF)	179.7	178.5	12.2	(83.0)	(354.1)
Cash and short-term investments	1,479.0	1,303.0	1,344.0	1,399.0	1,532.0
Gross available cash	1,479.0	1,570.0	1,344.0	1,399.0	1,532.0
Debt	565.8	723.6	682.4	734.5	792.0
Equity	836.0	993.0	904.0	1,006.0	939.0
Research and development	180.0	182.0	165.0	179.0	165.0
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	4.6	(1.6)	(3.5)	(3.1)	5.1
EBITDA margin (%)	6.2	8.1	2.1	4.9	6.5
Return on capital (%)	3.0	9.3	(4.9)	3.8	6.6
EBITDA interest coverage (x)	4.2	5.1	1.7	3.8	5.6
FFO cash interest coverage (x)	9.6	14.2	2.7	9.4	12.9
Debt/EBITDA (x)	2.5	2.5	8.9	4.0	3.2
FFO/debt (%)	36.7	38.8	5.3	24.1	28.8
Cash flow from operations/debt (%)	60.9	45.5	25.7	8.8	(22.2)
FOCF/debt (%)	31.8	25.4	1.8	(10.1)	(43.4)
DCF/debt (%)	31.8	24.7	1.8	(11.3)	(44.7)

נזילות: חזקה

אנו מעריכים שהנזילות של החברה היא "חזקה", על פי הגדרתנו. אנו צופים שמקורות החברה יכסו את שימושיה ביחס של יותר מ-3x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 באפריל, 2019. הערכתנו נתמכת ביתרות המזומנים הגדולות במאזן החברה ובחלויות החוב המצומצמות שלה בשנים הקרובות, אותן ביכולתה למחזר בקלות יחסית בשוק ההון הישראלי בהינתן התשואות הנוכחיות שלה.

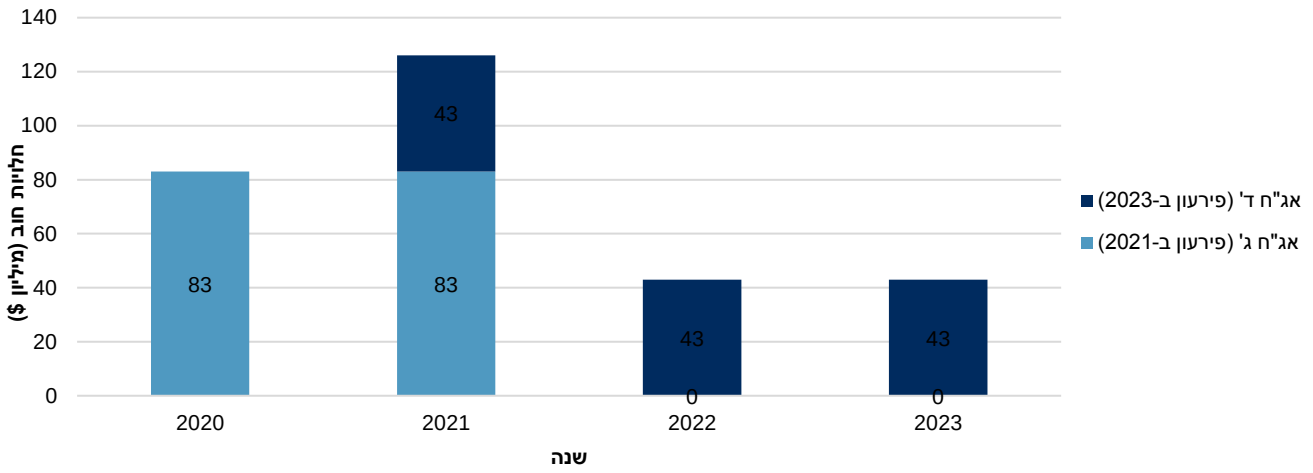
מאידך, הערכת הנזילות שלנו מביאה בחשבון את העובדה שתע"א אינה משתמשת במסגרות אשראי בנקאיות למימון ז"ק משמעותי, אלא משתמשת במקדמות הגדולות שהיא מקבלת מלקוחות כמקור המימון העיקרי שלה (ב-31 במרץ, 2019, עמדה יתרת הערבויות ללקוחות על כ-2.6 מיליארד דולר). מסגרות האשראי הבנקאיות משמשות להנפקת ערבויות ללקוחות, ואילו שוק ההון המקומי משמש למימון צורכי ז"א נוספים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2019:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של 1.28 מיליארד דולר. • FFO של 160-200 מיליון $, בהתחשב בתשלומי הפרישה מרצון הצפויים.	• חלויות חוב של 83 מיליון דולר. • הוצאות הוניות (capex) בסך של כ-150-170 מיליון $. • תנודות פוטנציאליות בהון החוזר, כתלות במקדמות מלקוחות, התלויות בעצמן בתזמון של חתימת חוזים חדשים ועמידה בלוחות זמנים של פרויקטים. • תשלומי דיבידנד נמוכים יחסית, של עד 50 מיליון דולר. חברות ממשלתיות בישראל נדרשות לשלם 50% מהרווח הנקי שלהן כדיבידנד.

חלויות חוב

תרשים 3: התעשיה האוירית לישראל בע"מ – חלויות חוב



Source: S&P Global Ratings.
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

ניתוח התניות

לתע"א מספר התניות פיננסיות, כולל הון עצמי מינימלי ויחסי מינוף. נכון ל-31 במרץ, 2019, עמדה החברה בכל ההתניות שלה. לפי תרחיש הבסיס שלנו, החברה תמשיך לעמוד בכל ההתניות עד סוף השנה.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

איננו צופים סיכונים סביבתיים וחברתיים מהותיים לדירוג תע"א. מתקני הייצור של החברה אמנם חשופים במידת מה לפסולת ולחומרים רעילים, אך אנו סבורים שבמקרה של דליפה או זיהום, הלקוח הסופי הוא שיכסה את עלויות הניקוי.

סיכונים חברתיים הם בינוניים. היות שרוב לקוחות החברה הם צה"ל וצבאות וסוכנויות ממשלתיות במדינות אחרות, שיקולי ביטחון לאומי צפויים לגבור על סוגיות חברתיות בקשר עם מוצריה הצבאיים של תע"א.

אנו סבורים כי הממשל התאגידי של תע"א הוא נאות, ומשקף תכנון אסטרטגי נרחב ותהליכי ניהול סיכונים.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מעריכים כי קיימת סבירות "גבוהה" שתע"א תזכה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן ובזמן אם תזדקק לה. הערכתנו מבוססת על:

- חשיבותה הרבה של החברה למדינת ישראל, בזכות המגוון הרחב של מוצריה הצבאיים שחלקם נחוצים למשרד הביטחון. מבחינה זו, הקשר בין שתי הישויות עולה על היקף המכירות של תע"א למדינה – 20% מכלל מכירות החברה.
- הקשר החזק למדינה, שמחזיקה בבעלות מלאה בתע"א. בשנים האחרונות דנה הממשלה מספר פעמים במכירת מניות מיעוט של תע"א, תוך המשך שמירה על השליטה בה. בשלב זה אין אנו יודעים על לוח זמנים מוגדר לעסקה כזו או אחרת. על אף שמכירת מניות מיעוט עשויה להחליש את הקשר בין תע"א למדינה, היא עשויה גם להוביל לצמצום הבירוקרטיה ולשפר את הגמישות התפעולית של החברה.

הערכתנו לתמיכה ממשלתית אינה כוללת את ההשפעה באמצעות סבסוד הוצאות מו"פ (מאפיין שכיח בענף התעשייה הביטחונית והאווירית), חוזים מסייעים או גישה למימון מועדף. מאידך, הממשלה מטילה מגבלות רבות על החברה, בין השאר על יצוא טכנולוגי ועל רכישת חברות בחו"ל. גורמים אלו משולבים כבר בפרופיל האשראי העצמאי של החברה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

Table 3.

Reconciliation Of Israel Aerospace Industries Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2018

Israel Aerospace Industries Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	384.0	821.0	189.0	12.0	35.0	229.9	313.0
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	2.0	--
Cash taxes paid: Other	--	--	--	--	--	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(15.0)	--
Operating leases	112.1	--	40.9	9.1	9.1	(9.1)	31.7
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	238.3	--	--	--	11.0	--	--
Accessible cash and liquid investments	(168.6)	--	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	25.0	--	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	15.0	--	--	--	--	--
Total adjustments	**181.8**	**15.0**	**40.9**	**34.1**	**20.1**	**(22.1)**	**31.7**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	565.8	836.0	229.9	46.1	55.1	207.7	344.7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף התעופה ותעשיית הנשק, 25 במרץ, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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: הנחיות ליישום המתודולוגיה: הנחיות דירוג ליישום המתודולוגיה ליחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-8 באוגוסט, 2019)

התעשיה האוירית לישראל בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ג,ד	ilAA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
יוני 28, 2017	ilAA\Stable
ספטמבר 27, 2016	ilAA\Negative
ספטמבר 26, 2006	ilAA\Stable
מרץ 15, 2006	ilAA
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	11:37 08/08/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11:37 08/08/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.