Maalot
S&P Global Ratings

טאואר סמיקונדקטור בע"מ

10 במאי, 2017

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilA+' לאור המשך שיפור בביצועים התפעוליים והתחזקות הפרופיל הפיננסי

אנליסטית אשראי ראשית:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, 972-3-7539731 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilA+' לאור המשך שיפור בביצועים התפעוליים והתחזקות הפרופיל הפיננסי

תמצית

- החברה הציגה שיפור משמעותי ברווחיות התפעולית שלה. לנוכח פעולותיה האסטרטגיות להגדלת בסיס הלקוחות והרחבת כושר הייצור, אנו מעריכים כי החברה תשמור על רמות רווחיות אלה או אף תשפר אותן בשנתיים הקרובות.
- חל שיפור מתמשך בפרופיל הפיננסי של החברה כמתבטא ברמת מינוף נמוכה יחסית תוך המשך ייצור תזרים מזומנים חופשי חיובי.
- בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי בשנתיים הקרובות לא יחול שינוי ברמות המינוף הנוכחיות וכי החברה תשמור על רמת הרווחיות הנוכחית תוך יצירת תזרים מזומנים חופשי חיובי.
- אנו מעלים את הדירוג של חברת טאואר סמיקונדקטור בע"מ ל-'ilA+' מ-'ilA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שהחברה תשמור על מעמדה התחרותי בתחום השבבים האנלוגיים לצד שמירה על רמת נזילות הולמת ויחס חוב מתואם ברוטו ל-EBITDA נמוך מ-1.5x לאורך כל מחזור העסקים.

פעולת הדירוג

ב-10 במאי,2017, העלתה S&P מעלות את הדירוג של חברת טאואר סמיקונדקטור בע"מ, העוסקת בייצור שבבים ובמתן שירותי תמיכה הנדסית ושירותי ייצור משלימים, ל-'ilA+' מ-'ilA'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג של טאואר סמיקונדקטור בע"מ משקפת את השיפור העקבי בתוצאות התפעוליות וביחסי כיסוי החוב בשנתיים האחרונות ואת הערכתנו כי החברה תמשיך לייצר תזרים מזומנים חופשי חיובי אשר יתמוך בשמירה על רמת המינוף הנוכחית. העלאת הדירוג משקפת גם את הערכתנו שלמרות התנודתיות האינהרנטית הגבוהה בענף, לחברה חוזים ארוכי טווח הכוללים התחייבות מצד הלקוח לסעיף take or pay, אשר יאפשרו לה לשמור על רמת הכנסות בהיקף מספק גם אם תחול הרעה בתנאי השוק. לדוגמא, במרץ 2014 רכשה טאואר 51% מחברת TowerJazz Panasonic Semiconductor Company ("TPSCo"), אשר הוקמה על ידי חברת פנסוניק (Panasonic Corporation, A-/Stable) על מנת לייצר שבבים עבור מוצרים שלה ועבור צדדים שלישיים בשלושה מפעלים ביפן. במסגרת העסקה העבירה פנסוניק את הזכויות על המפעלים ל-TPSCo והתחייבה לרכוש שבבים מ-TPSCo לתקופה של חמש שנים לפחות. בתמורה הוקצו לפנסוניק כ-870 אלף מניות של טאואר, כמו כן, בהתאם לסעיף take or pay שנכלל בהסכם, התחייבה פנסוניק להעביר לטאואר תשלום שנתי מינימלי בהיקף של כ-360 מיליון דולר. בנוסף, בפברואר 2016 רכשה החברה מחברת .Maxim Integrated Products Inc (BBB+/Stable) מפעל ייצור שבבים בסאן אנטוניו ארה"ב בתמורה להקצאה של 3.3 מיליון מניות טאואר. במסגרת ההסכם התחייבה Maxim לרכוש מטאואר שבבים במשך 15 שנה בהיקף המכסה את כל העלויות הקבועות והמשתנות של המפעל לפחות בארבע השנים הקרובות..

השיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי של החברה בא לידי ביטוי ביצירת תזרים מזומנים חופשיים (לאחר השקעות הוניות) חיובי ועולה, על אף על הצורך בהשקעות הוניות מהותיות הנדרשות על מנת לתמוך בהמשך הצמיחה בשנים הקרובות. כמו כן, אנו רואים ירידה ברמות המינוף כמתבטא ביחס מתואם של חוב ברוטו ל-EBITDA של 0.8x ב-2016 לעומת כ-1.3x ב-2015, ולפי תרחיש הבסיס

שלנו צפוי יחס זה לעמוד על 0.7x-1.0x בשנים 2017-2018. אנו מעדכנים אם כן את הערכתנו לפרופיל הפיננסי של טאואר, המשקף כעת רמת מינוף נמוכה מאוד, המתקזזת במידת מה מול הצפי לתנודתיות אפשרית גבוהה במיוחד ביחסי הכיסוי לאורך מחזור העסקים כך שבתקופות שפל כלכלי וענפי קיים סיכון שתחול התדרדרות מהותית ביחסי הכיסוי, בשל המתאם ההיסטורי הגבוה בין מחזור העסקים לרמת הביקוש.

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי של טאואר מושפעת מהתמקדותה בייצור של שבבים אנלוגיים (Analog Specialty Foundry), תחום נישתי שהיקף הפעילות שלו קטן בהשוואה לתחום השבבים הדיגיטליים. בנוסף, הערכתנו לפרופיל העסקי מוגבלת על ידי הסיכונים האינהרנטיים בתעשיית השבבים המחייבים את החברה להשקיע באופן מסיבי במו"פ וברכוש קבוע, ועל ידי חיסרון לגודל הגורם לחוסר גמישות בהיקף ההשקעות במחקר ופיתוח לנוכח הדרישה לשמירה על יתרון טכנולוגי. הפרופיל העסקי מוגבל גם בשל תלות החברה במגוון מוצרים מצומצם בהשוואה למתחרות הגדולות ומבסיס לקוחות ריכוזי – כ-56% מסך הכנסות החברה בשנת 2016 נבעו משלושת לקוחותיה הגדולים. נציין כי אנו מעריכים שהעסקאות שתוארו עם פנסוניק ו-Maxim, שני לקוחות מהותיים, צפויות כאמור להקטין את התנודתיות בהכנסות החברה לאור ההתחייבות לרכישה המובנית בחוזה, ולהגדיל את הרווחיות במונחים אבסולוטיים.

גורמים אלה מתקזזים חלקית מול הערכתנו כי לחברה נתח שוק מוביל בנישה בה היא פועלת, המיצוב התחרותי של טאואר כאחת מה-Analog Specialty Foundries המובילות בעולם וחסמי כניסה גבוהים יחסית לשוק, המתבססים על ידע טכנולוגי, יחסי עבודה ארוכי טווח עם הלקוחות ועלויות החלפה גבוהות של שינוי ספק שבבים. זאת לנוכח העובדה שבין מועד ההזמנה הראשוני של המוצר לתחילת הייצור המסחרי עשויה לחלוף עד כשנה וחצי בשל תהליך התכנון והפיתוח.

בשנים האחרונות הציגה החברה שיפור ברמת הרווחיות התפעולית כמתבטא ביחס מתואם EBITDA להכנסות של 31% ב-2016, בהשוואה ל-27% ב-2015 ו-18% ב-2014. תחת תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים שהחברה תשמור על רמת רווחיות תפעולית של 29%-31% בשנים הקרובות. כמו כן, אף כי תחום השבבים האנלוגיים מצריך השקעה מסיבית במו"פ וברכוש קבוע, ההשקעות ההוניות בתחום נמוכות בהשוואה לתחום השבבים הדיגיטלי. זאת מכיוון שהטכנולוגיה בתחום האנלוגי מושפעת פחות מהמגמה המואצת של מזעור שבבים אשר במידה רבה מכתיבה את הצורך בפיתוח טכנולוגיות חדשות ואת הצורך בהשקעות הוניות מהותיות. בהתאם לכך, מחזור החיים של המוצרים והטכנולוגיות בתחום האנלוגי נוטה להיות ארוך יותר.

תרחיש הבסיס שלנו לשנים 2017-2018 מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה שנתית של 5%-10% במכירות, המשקפת צמיחה אורגנית;
- שיעור EBITDA מתואם של 29%-31% כתוצאה מירידה בשיעור ההוצאות הקבועות ועלייה הדרגתית בשיעור הניצולת במפעלים;
- הוצאות הוניות שנתיות על תחזוקה והשקעות חדשות בהיקף של 160-180 מיליון דולר;
- אי חלוקת דיבידנדים;
- ביצוע רכישות עתידיות באמצעות הקצאת מניות וללא רכיב מזומן משמעותי.

אנו מתחשבים בחוב ברוטו ולא מקזזים מזומן מהחוב.

על סמך הנחות אלו, אנו צופים שיחסי כיסוי החוב יהיו כדלקמן:

- יחס חוב ל-EBITDA של 0.7x-1.0x;
- יחס FFO (funds from operations) לחוב גבוה מ-100%.

נזילות

אנחנו מנתחים את נזילות החברה על בסיס סולו, קרי פעילות החברה ללא TPSCo המוחזקת ב-51%. אנו מעריכים את רמת הנזילות של החברה כהולמת, בשל העובדה כי לחברה מזומנים ומקורות ודאיים אחרים המספיקים לתשלום החלויות בשנה הקרובה. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות הנזילים של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים. לחברה קיימות מספר התניות פיננסיות בקשר עם החוב הבנקאי בארה"ב וחוב אג"ח סדרה ז' בישראל ובקשר עם החוב ברמת TPSCo. נכון ל-31 בדצמבר, 2016, לחברה מרווח הולם על התניותיה הפיננסיות, ואנו צופים שבטווח הבינוני היא לא תחרוג מהן.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות ברמת ודאות גבוהה העומדים לרשות החברה לתקופה שבין 1 לינואר, 2017, ל-31 בדצמבר, 2017, הם:

- יתרת מזומן של כ-284 מיליון דולר (יתרת מזומן שאינו מוגבל וזמין לשירות חוב בישראל);
- FFO של 210- 230 מיליון דולר;
- דיבידנד מחברת בת בסך של כ-4 מיליון דולר.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- הוצאות הוניות והשקעות אחרות של 90 -100 מיליון דולר;
- פירעון הלוואות בסכום של כ-15 מיליון דולר;

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שטאואר תשמור על מעמדה כאחת מה-Analog Specialty Foundries המובילות בעולם. כמו כן, תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך לייצור תזרים מזומנים חופשי חיובי בד בבד עם ניהול נזילות הולמת. אנו צופים שיחס החוב המתואם ברוטו ל-EBITDA יישאר מתחת ל-1.5x, למעט בתקופות שפל.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם מעמדה התחרותי של החברה יתערער. תרחיש זה אפשרי אם תחול התדרדרות בתנאי השוק אשר תגרום לירידה בשיעור הניצולת במפעלי החברה ולשחיקה בשיעורי הרווחיות. כמו כן, לחץ שלילי יופעל על הדירוג אם החברה תגדיל משמעותית את היקף החוב הפיננסי כדי לממן רכישות או דיבידנדים גדולים לבעלי המניות כך שהיחס המתואם חוב ברוטו ל-EBITDA יעלה על 2.0x, או אם ניווכח שהחברה אינה מייצרת תזרימי מזומנים חופשיים חיוביים לאורך זמן.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור משמעותי בפרופיל העסקי של טאואר אשר יתבטא, בין היתר, בשיפור בשיעורי הניצולת במפעליה, בשיפור נוסף בשיעורי הרווחיות, בהגדלת נתח שוק ובהרחבת מגוון המוצרים. זאת בד בבד עם שמירה על יחס מתואם חוב ברוטו ל-EBITDA נמוך מ-1.5x באופן עקבי לאורך זמן, תוך הצגה של תזרים מזומנים חופשי חיובי ושמירה רציפה על רמת נזילות הולמת לפחות.

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CW, 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: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף החומרה והמוליכים למחצה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 1 ביוני, 2016
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 18 באוגוסט, 2016
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-10 במאי, 2017)	
טאואר סמיקונדקטור בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	ilA+/Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ז	ilA+
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	
מאי 10, 2017	ilA+/Stable
מאי 09, 2016	ilA/Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	13:47 10/05/2017
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:47 10/05/2017
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.

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.