Maalot
S&P Global Ratings

התעשיה האוירית לישראל בע"מ

17 באוגוסט, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

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

Elad Jelasko, לונדון, 44-20-7176-7013 elad.jelasko@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 7
חטיבת התעופה תמשיך לעכב את ביצועי החברה 7
צבר הזמנות יציב 7
השוואה לקבוצת ייחוס 8
הפרופיל הפיננסי 9
ההוצאות ההוניות עשויות לא להספיק לתמיכה במגוון המוצרים 10
יידרשו רכישות נוספות כדי להרחיב את הפיזור הגיאוגרפי והיכולות הטכנולוגיות 10
נזילות 11
ניתוח התניות 12
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 12
חברה 12
ממשל תאגידי 12

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן 13
התאמות לדירוג.....13
התאמות לדיווח הכספי 14
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....14
רשימת דירוגים 15

התעשיה האוירית לישראל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAA/Stable/ilA-1+

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• צבר הזמנות גדול (13.2 מיליארד דולר), שווה ערך לכשלוש וחצי 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 של למעלה מכ-1 מיליארד דולר.	• רווחיות נמוכה והיעדר יתרונות לגודל בפעילות האזרחית, הפוגעים ברווחיות הכוללת של החברה יחסית לקבוצת ההשוואה (שיעורי EBITDA של כ-7%). • ריכוזיות גבוהה של לקוחות – ארבעת הלקוחות הגדולים אחראים לכמחצית מהמכירות. • חשיפה לשינויים רגולטוריים, מנהליים ודיפלומטיים, כגון השינוי שחל לאחרונה בתקציב הסיוע מארה"ב לישראל. • תקציב השקעות קטן יחסית הנפרש על תיק מוצרים מגוון, מה שמקשה על החברה לשמור על יתרונה הטכנולוגי.

חרף ההשפעות השליליות של מגפת הקורונה על פעילותה האזרחית של התעשיה האוירית לישראל בע"מ ("תע"א" או "החברה") אנו צופים המשך שיפור ברווחיות לאחר תוצאות שיא ב-2019. 2019 הייתה השנה המלאה הראשונה לאחר השלמת תכנית ההבראה של החברה. הכנסות החברה גדלו, בזכות תקבולים קודמים ושיפור במבנה העלויות, שהובילו ל-EBITDA מדווח של 300 מיליון דולר. המגמה החיובית נמשכה גם בחציון הראשון של 2020, עם EBITDA מדווח של 223 מיליון דולר. תוצאת ה-EBITDA הגבוהה במחצית הראשונה של השנה, יכלה אף להיות גבוהה יותר לולא השפעות מגפת הקורונה, אשר הובילה לירידה בהיקף הטיסות בעולם, ולפגיעה ישירה בפעילותה האזרחית של תע"א (כגון תחזוקת והסבת כלי טיס). אולם נציין לטובה את העובדה שפעילותה הביטחונית של החברה המשיכה כמעט ללא הפרעות. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו אנו צופים EBITDA מדווח של 290-320 מיליון דולר ב-2020, ושל כ-300 מיליון דולר ב-2021 עם התאוששות ענף התעופה והתקדמות בביצוע ובמסירה של פרויקטים ביטחוניים.

בנוסף אנו צופים כי תע"א תמשיך לשמור על מרווח הולם מיחס מתואם FFO (funds from operations) לחוב של כ-45%-50% ב-2020 עם שיפור נוסף ב-2021, מעל הטווח של 20%-30% שאנו סבורים שהולם את הדירוג הנוכחי. נציין ששינויים ניכרים ביחסים הפיננסיים עשויים לנבוע משינויים פוטנציאליים במבנה ההון של החברה (כגון רכישות או פירעון אג"ח).

שיעור הצמיחה הנמוך של תע"א והקושי שלה לשמור על יתרונה הטכנולוגי ממשיכים להוות סיכון מרכזי בטווח הבינוני. בשבע השנים האחרונות (2012-2019) הציגה החברה צמיחה אורגנית של כ-3% לשנה (ולמעשה נמוך יותר בניכוי הצמיחה המשמעותית ב-2019). להערכתנו, על סמך צבר ההזמנות הקיים, לא תוכל החברה להאיץ את צמיחתה בשנים הקרובות אם לא תשיק פרויקטים ביטחוניים מסחריים חדשים.

בהשוואה לחברות דומות מחוץ לישראל, אנו סבורים שתיק המוצרים של תע"א מגוון מדי יחסית לגודלה, ואינו ממוקד בקו מוצרים מסוים. אנו מעריכים כי החברה תתקשה לשמר לאורך זמן את יתרונות הגיוון (ובכלל זה יציבות בהכנסות לאורך מחזור העסקים). לדעתנו, ההוצאות ההוניות (capex) המתונות של החברה, כ-180 מיליון דולר לשנה, מתפזרות בין מוצרים רבים על מנת לשמור על יתרון טכנולוגי, ומגבילות את יכולתה להשקיע בטכנולוגיות חדשות. לדוגמה, החברה החליטה לא להשקיע בקו חדש של מטוסי מנהלים, ומסתמכת כיום על מודל אחד בלבד.

למרות הצהרות קודמות של תע"א שבכוונתה להגביר את קצב הצמיחה באמצעות רכישות מחוץ לישראל, לא ראינו התקדמות מהותית בתחום זה. להערכתנו, עסקה שתשנה את כללי המשחק, עם תרומה משמעותית לרווחיות החברה, תצטרך להיות בהיקף של כמה מאות מיליוני דולרים, ובתחום משלים לפעילותה הקיימת של החברה. להבנתנו, יש מספר מוגבל של חברות העומדות ברשימת התנאים הארוכה, ועסקה שכזו אינה צפויה לצאת לפועל ב-12-18 החודשים הקרובים. מאידך, אנו סבורים שהנפקה ראשונית של מניות החברה, שתכניס לה מזומנים בהיקף מהותי, תוכל להגדיל את אפשרויות הרכישה שלה. אנו מעריכים שלתע"א יש יכולת פיננסית לבצע רכישה חד-פעמית בטווח הקרוב (לפני הנפקת הון פוטנציאלית) בלי שיופעל לחץ על הדירוג.

תחזית הדירוג

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%. לפי תרחיש הבסיס שלנו, החברה תמשיך לעמוד בכך ב-12-18 החודשים הקרובים.

אנו מצפים כי החברה תשמור ב-2020 על יחס מתואם FFO לחוב של כ-45%-50%, עם עלייה לכיוון 50% ב-2021, משמעותית מעל טווח של 20%-30% שאנו סבורים שהולם את הדירוג הנוכחי. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי החברה תשמור על מבנה ההון הקיים שלה ועל מדיניות פיננסית שמרנית, ולא תבצע רכישות מהותיות. רכישה שתמומן חלקית בחוב עשויה להשפיע מהותית על יחסי המטרה המתואמים שצוינו לעיל, אך הללו צפויים להישאר בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי.

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

התרחיש השלילי

בהינתן המרווח הנוכחי מיחסי המטרה, 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% ו/או את היחס המתואם FFO מתואם לפחות מ-20%.

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 החברה לממשלת ישראל.

התרחיש החיובי

אף שהחברה כבר עומדת בחלק מהתנאים להעלאת דירוג, איננו צופים פעולת דירוג חיובית ב-12-6 החודשים הקרובים. נשקול פעולת דירוג כזאת כאשר יתבהרו סיכויי הצמיחה הכלכלית הגלובלית לאחר מגפת הקורונה, וההוצאה הביטחונית הממשלתית. להערכתנו, יכולתה של החברה לעמוד בתנאים הבאים באופן מתמשך תהווה בסיס להעלאת דירוג:

1. שיעור EBITDA של 7% ומעלה. לדעתנו, עמידה לאורך זמן בתנאי זה תחייב את החברה להציג שיפור ברווחיות חטיבת התעופה, לשמור על צבר הזמנות גדול בתחום הצבאי ולעמוד בזמני הפרויקטים.
2. יחס מתואם FFO לחוב גבוה מ-30%, גם בהינתן רכישות ממומנות בחוב בהיקף של כמה מאות מיליוני דולרים).
3. תזרים מזומנים שוטף פנוי חיובי לאורך זמן.
4. נראות טובה יותר ביחס לאסטרטגיה של החברה לאחר מינויו של המנכ"ל החדש ויישום תכנית התייעלות נוספת.

העלאת דירוג תלויה גם בהיעדר שינוי בהערכתנו הנוכחית לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן בעת הצורך.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ירידה הדרגתית בצבר ההזמנות לרמות היסטוריות לאחר שנת שיא ב-2019, נוכח ירידה חזויה בתקציב הביטחון במספר מדינות מפתח.
- ירידה אפשרית בהכנסות (עד 5% בתרחיש שלילי) בשנת 2020, עם התאוששות מסוימת בשנת 2021. אנו צופים ירידה של כ-30% ברמת הפעילות של חטיבת תעופה, בעוד שהחטיבות האחרות יניבו הכנסות ברמה זהה או גבוהה יותר בהשוואה ל-2019, הודות לביצוע חוזים שנחתמו בעבר.
- שיעור EBITDA של כ-7% ומעלה בהשוואה לכ-7.3% בשנת 2019.

- בהיעדר שינויים מהותיים בהכנסות מהלקוחות הביטחוניים, איננו מניחים שינויים בהון החוזר משנה לשנה. עם זאת, החברה עשויה להיות חשופה לתנודות מהותיות בהון חוזר בטווח תוך שנתי. במחצית הראשונה של 2020 עלות ההון החוזר עמדה על כ-200 מיליון דולר, ורובה צפויה לחזור בהמשך השנה.
- הוצאות הוניות (capex) בהיקף דומה לשנים קודמות – כ-180 מיליון דולר בשנה, בהתאם לתחזיות החברה.
- פעילות זניחה של מיזוגים ורכישות בשנתיים הקרובות. רכישות אפשריות בהיקף של כ-100 מיליון דולר בשנת 2021.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2019A	2020E	2021F
שער חליפין	3.46	3.48	3.5
צמיחת תמ"ג בישראל	3.5%	(5.5%)	6.5
צבר הזמנות (מיליארד דולר)	13.4	13.5-12.5	13.0-12.0
EBITDA (מיליון דולר)	338	280-310	280-330
CAPEX (מיליון דולר)	241	180	180
תזרים מזומנים שוטף חופשי (מיליון דולר)	(268)	80-50	100-60
דיבידנדים (מיליון דולר)	(10)	(24)	(10)
רכישות (מיליון דולר)	-	-	(100)
חוב/EBITDA	1.4x	1.7x-1.6x	1.7x-1.5x
FFO/חוב	36.6%	50%-45%	>50%

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

תיאור החברה

תע"א מפתחת מוצרים תעופתיים צבאיים ואזרחיים, מערכות חלל וציוד אלקטרוני קשור. בחברה ארבע 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 16,000 עובדים. מתחרותיה העיקריות של תע"א בישראל הן רפאל מערכות מתקדמות בע"מ ("רפאל", ilAAA/Stable/ilA-1+) ואלביט מערכות, ואילו בשוק הגלובלי היא מתחרה בחברות רבות, כגון Leonardo S.P.A, Triumph ועוד.

פעילותה הביטחונית של תע"א כוללת כלי טיס צבאיים, מערכות טילים ומערכות תקשורת (אלתא). בין מוצריה המובילים של החברה נמנים כלי טיס לא מאוישים, לוויינים צבאיים ומערכות רדאר מתקדמות. ב-2019 עמדו ההכנסות הכוללות מהפעילות הביטחונית על כ-3 מיליארד דולר, וייצרו את רוב הרווח הגולמי של כחברה (כ-520 מיליון דולר).

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של תע"א משקף, לדעתנו, מיצוב תחרותי נמוך מהממוצע בענף התעופה והתעשיות הביטחוניות, בשל מבנה העלויות הקשיח של החברה וחיסרון יחסי לגודל, המובילים לרווחיות נמוכה בהשוואה לחברות דומות. הערכתנו משקפת גם את החשיפה המשמעותית של החברה לשוק התעופה האזרחי, המאופיין בתחרות גבוהה ובשולי רווח נמוכים.

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

חטיבת התעופה תמשיך לעכב את ביצועי החברה

באופן היסטורי, פעילותה האזרחית של החברה (תחזוקה, תיקון ושיפוץ של כלי טיס אזרחיים וייצור מטוסי מנהלים) רווחית פחות מפעילויותיה האחרות בשל מבנה העלויות של החברה (שכר גבוה והיעדר גמישות במצבת העובדים, שהובילו לרווחיות זניחה לכל היותר). החברה ניסתה להתמודד עם בעיה זו כחלק מתכנית ההבראה שלה ב-2018, איחדה את הפעילות לחטיבה אחת וצמצמה משמעותית את כוח האדם. אף שרווחיותה של החטיבה צפויה להשתפר, היא תמשיך להיות החוליה החלשה במודל העסקי של תע"א, בעיקר בתקופות האטה כזו הנוכחית.

צבר הזמנות יציב

צבר ההזמנות של תע"א מספק בדרך כלל נראות טובה מאד 12 חודשים קדימה, נראות סבירה ל-12 החודשים שלאחר מכן ונראות מוגבלת לשנה השלישית והלאה. נכון ל-30 ביוני, 2020, צבר ההזמנות של החברה עמד על כ-13.2 מיליארד דולר.

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. צבר ההזמנות של 7-8 מיליארד דולר הולם את הדירוג הנוכחי.

חוזים ביטחוניים הם לרוב ארוכי-טווח ובהיקפים גדולים (כ-1 מיליארד דולר ויותר), בעוד שהזמנות בסקטור האזרחי הן קצרות-טווח ובהיקפים קטנים יחסית (עד כמה עשרות מיליוני דולרים).

על מנת להימנע מתלות בפרויקטי-ענק של מיליארד דולר ומעלה, החברה משתדלת להתמקד 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.

להערכתנו, השינוי בתקציב הסיוע של ארה"ב לישראל, לפיו ממשלת ישראל תצטרך להשתמש בתקציב זה לרכישת מוצרים ביטחוניים מחברות אמריקאיות על פני חברות ישראליות, מהווה סיכון בטווח הבינוני-ארוך.

השוואה לקבוצת ייחוס

אנו סבורים שהפרופיל העסקי של תע"א חלש בהשוואה למתחרותיה בענף הרחב שבו היא פועלת, בעיקר בשל גודלה בשוקי הליבה שלה ורווחיותה. לדוגמה, לחברת Moog, המתמקדת אך ורק ברכיבי שליטה מדויקים, הכנסות בהיקף של כ-3 מיליארד דולר ושיעורי רווח של 13%-15% לאורך מחזור העסקים. מאידך, יחסי האשראי של תע"א חזקים, בעיקר כאשר מביאים בחשבון את יתרת המזומנים הגבוהה שלה. מלבד רפאל, דירוגיהן של החברות האחרות בקבוצה אינם מושפעים לטובה מתמיכה ממשלתית יוצאת דופן.

Table 1.

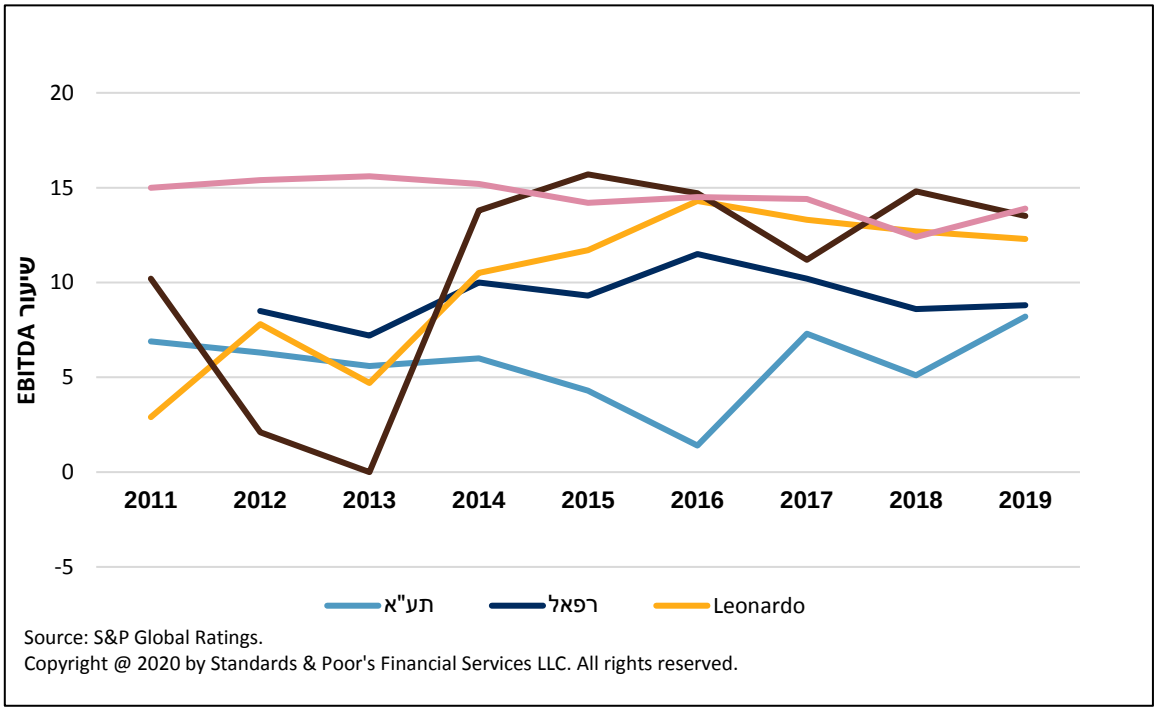
Israel Aerospace Industries Ltd.-- Peer Comparison (Mil. $) for the fiscal year ended Dec. 31, 2019

Industry Sector: Aerospace & Defense

	Israel Aerospace Industries Ltd.	Spirit AeroSystems Inc.	Leonardo S.p.a.	Rafael Advanced Defense Systems Ltd.	Moog Inc.
Rating As of Aug 9, 2020	ilAA/ Stable/ ilA-1+	B/Stable	BB+/Stable/ B	ilAAA/Stable/ ilA-1+	BBB+/ Negative
Revenue	4,108	7,863	15,468	2,810	2,905
EBITDA	338	1,061	1,899	247	403
Funds from operations (FFO)	309	854	1,580	235	322
Interest expense	45	101	252	21	45
Cash interest paid	12	102	242	13	45
Cash flow from operations	(27)	922	825	85	197
Capital expenditure	241	226	593	171	118
Free operating cash flow (FOCF)	(268)	697	232	(86)	78
Discretionary cash flow (DCF)	(278)	558	141	(256)	(13)
Cash and short-term investments	1,161	2,351	2,202	97	90
Debt	486	857	4,896	518	957
Equity	922	1,762	5,986	1,228	1,322
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	8.2	13.5	12.3	8.8	13.9
Return on capital (%)	10.5	30.8	12.2	11.1	13.3
EBITDA interest coverage (x)	7.5	10.5	7.5	11.9	8.9

	Israel Aerospace Industries Ltd.	Spirit AeroSystems Inc.	Leonardo S.p.a.	Rafael Advanced Defense Systems Ltd.	Moog Inc.
FFO cash interest coverage (x)	26.8	9.3	7.5	19.5	8.2
Debt/EBITDA (x)	1.4	0.8	2.6	2.1	2.4
FFO/debt (%)	63.6	99.6	32.3	45.3	33.7
Cash flow from operations/debt (%)	(5.6)	107.6	16.8	16.4	20.6
FOCF/debt (%)	(55.2)	81.3	4.7	(16.7)	8.2
DCF/debt (%)	(57.2)	65.1	2.9	(49.4)	(1.3)

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



Source: S&P Global Ratings.
Copyright @ 2020 by Standards & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

הפרופיל הפיננסי

הערכת הפרופיל הפיננסי מבוססת על יחס מתואם FFO לחוב של 30%-20% לאורך מחזור העסקים ועל תזרים מזומנים שוטף חופשי חיובי אך קטן (לא כולל שינויים בהון חוזר). הערכה זו מביאה בחשבון את יכולתה של החברה לשמור על יתרת מזומנים גדולה על מנת להתמודד עם תנודות בהון החוזר, ופרופיל חלויות נוח. גורמים נוספים התומכים בפרופיל הפיננסי הם גישה שיטתית לגידור חשיפות מטבעיות ומדיניות דיבידנדים תלוית-תוצאות.

אין לתע"א מדיניות פיננסית מוצהרת, אך היא נוהגת להשתמש בהתניות הפיננסיות במסגרות האשראי שלה כבסיס לשמירה על רמת המינוף. כמו כן החברה נוהגת להשאיר במאזן מזומן בהיקף גדול, לבצע גידור ולחלק דיבידנדים באופן מבוקר.

ב-30 ביוני, 2020, עמד החוב המתואם של תע"א על כ-500 מיליון דולר, הכוללים חוב ז"א בהיקף של 470 מיליון דולר והתחייבויות בגין הטבות לעובדים בהיקף של כ-285 מיליון דולר. לחברה פרופיל חלויות נוח. החברה מחזיקה אמנם בהיקף גדול של מזומנים ומקורות נזילים אחרים במאזן (כ-1.1 מיליארד דולר נכון ל-30 ביוני, 2020), אך אנו מקזזים מהחוב סכום קטן יחסית, שווה ערך לחלויות החוב של החברה בשנתיים הבאות. אנו סבורים ששאר המזומנים, שמקורם במקדמות לקוחות (כ-2.3 מיליארד דולר נכון ל-30 ביוני, 2020), אינם זמינים במלואם לשירות החוב, והיקפם עשוי לקטון אם צבר ההזמנות הנוכחי יצטמק.

ההוצאות ההוניות עשויות לא להספיק לתמיכה במגוון המוצרים

בדומה לחברות אחרות בענף, תע"א משקיעה כ-8%-9% מהכנסותיה, כ-150-200 מיליון דולר לשנה, בהוצאות הוניות ובמחקר ופיתוח. סכום זה גדול 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, עד שנת 2017, תיק המטוסים העסקיים של החברה כלל שני מטוסים שאחד מהם (G150) התקרב לסוף מחזור החיים שלו. אילוצי תקציב ותשואות פחות אטרקטיביות אילצו את החברה להתמקד בפרויקטים אחרים, וכיום כולל תיק המטוסים העסקיים של החברה מטוס אחד בלבד. להערכתנו, אילוצי התקציב משפיעים אף הם על יכולת החברה להמיר חלק מהטכנולוגיה הצבאית שלה לשימושים מסחריים. לשם השוואה, מתחרתה האיטלקית של תע"א, Leonardo SpA, שיש לה כמה חטיבות, משקיעה פי שניים עד שלושה מתע"א ביחס להיקף ההכנסות.

יידרשו רכישות נוספות כדי להרחיב את הפיזור הגיאוגרפי והיכולות הטכנולוגיות

בשנים האחרונות הייתה תע"א פעילה יחסית בתחום המיזוגים והרכישות, וביצעה כמה רכישות קטנות. אלה אינן צפויות להשפיע מהותית על תיק המוצרים של החברה, אך מאותתות על שינוי בגישתה. להבנתנו, תע"א עשויה לבחון השקעה אסטרטגית של כמה מאות מיליוני דולרים על מנת להגדיל את טביעת הרגל הגיאוגרפית שלה באזורים חדשים או בתתי-מגזרים, אולם לא כללנו זאת בתרחיש הבסיס שלנו. רכישה כזו, אם תתבצע, עשויה להשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה, אך גם להשפיע במידת מה לרעה על הפרופיל הפיננסי שלה, גם אם תמומן בחוב בלבד.

Table 2.
Israel Aerospace Industries Ltd. – Financial Summary (Mil. $)

Industry Sector: Aerospace & Defense

	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	4,108	3,682	3,520	3,577	3,708
EBITDA	338	230	286	77	183
Funds from operations (FFO)	309	208	280	36	177
Interest expense	45	55	56	46	48
Cash interest paid	12	24	21	21	21
Cash flow from operations	(27)	345	329	175	65
Capital expenditure	241	165	146	163	139
Free operating cash flow (FOCF)	(268)	180	183	12	(74)
Discretionary cash flow (DCF)	(278)	180	178	12	(83)
Cash and short-term investments	1,161	1,479	1,303	1,344	1,399
Gross available cash	1,161	1,479	1,570	1,344	1,399
Debt	486	566	724	682	735
Equity	922	836	993	904	1,006
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	8.2	6.2	8.1	2.1	4.9
Return on capital (%)	10.5	3.0	9.3	(4.9)	3.8
EBITDA interest coverage (x)	7.5	4.2	5.1	1.7	3.8
FFO cash interest coverage (x)	26.8	9.6	14.2	2.7	9.4
Debt/EBITDA (x)	1.4	2.5	2.5	8.9	4.0
FFO/debt (%)	63.6	36.7	38.8	5.3	24.1
Cash flow from operations/debt (%)	(5.6)	60.9	45.5	25.7	8.8
FOCF/debt (%)	(55.2)	31.8	25.4	1.8	(10.1)
DCF/debt (%)	(57.2)	31.8	24.7	1.8	(11.3)

נזילות

אנו מעריכים שהנזילות של החברה היא "חזקה", על פי הגדרתנו. אנו צופים שמקורות החברה יכסו את שימושיה ביחס של יותר מ-4x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 ביולי, 2020. 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-30 ביוני, 2020, עמדה יתרת הערבויות ללקוחות על כ-2.7 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 ביולי, 2020:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של 1.1 מיליארד דולר. • FFO של 140-160 מיליון דולר, בהתחשב בתשלומי הפרישה מרצון הצפויים.	• חלויות חוב בהיקף של 115 מיליון דולר (כולל חוב ז"ק). • הוצאות הוניות (capex) בסך של כ-180 מיליון דולר. • תנודות פוטנציאליות בהון החוזר, כתלות במקדמות מלקוחות, התלויות בעצמן בתזמון של חתימת חוזים חדשים ועמידה בלוחות זמנים של פרויקטים. במחצית הראשונה של 2020 עלות ההון החוזר עמדה על כ-200 מיליון דולר, ורובה צפויה לחזור בהמשך השנה. • תשלומי דיבידנד נמוכים יחסית. חברות ממשלתיות בישראל נדרשות לשלם 50% מהרווח הנקי שלהן כדיבידנד. • לא יבוצעו רכישות.

ניתוח התניות

לתע"א מספר התניות פיננסיות, כולל הון עצמי מינימלי ויחסי מינוף. נכון ל-30 ביוני, 2020, עמדה החברה בכל ההתניות שלה. לפי תרחיש הבסיס שלנו, החברה תמשיך לעמוד בכל ההתניות במרווח הולם ב-12-18 החודשים הבאים.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים שתע"א, כמו חברות אחרות בתעשיות הביטחוניות והאוויריות, חשופים לסיכוני ממשל תאגידי, ובמידה פחותה גם לסיכונים חברתיים, ואילו סיכוני סביבה פחות רלוונטיים עבורה. באופן כללי אנו סבורים שהחברה מנהלת סיכונים אלה באופן הולם, אולם דיווחיה עדיין אינם עומדים בסטנדרט המקובל באירופה ובצפון אמריקה.

חברה

תע"א מסתמכת על כוח עבודה מיומן לביצוע הפרויקטים שלה בזמן ובמסגרת התקציב. בנוסף, החברה אחראית לבטיחות בשימוש בציוד כבד ומסוכן. לחברה היסטוריית ביצועים טובה מבחינת בטיחות, ולא נרשמו תאונות משמעותיות בשנים האחרונות.

ממשל תאגידי

תעשיות ביטחוניות ואוויריות חשופות לסיכונים של שוחד, שחיתות ופעילות אנטי-תחרותית, בשל גודלם של החוזים והתהליך התחרותי הנדרש כדי להשיג אותם. הפרות של קודים אתיים מובילות בדרך כלל לחקירות של רשויות ציבוריות, להטלת קנסות גדולים ולנזק למוניטין ולאיסור על התחרות על פרויקטים עתידיים. מקרים

כאלה נפוצים יותר במדינות מתפתחות, שהמסגרת המשפטית בהן חלשה יותר בדרך כלל. לדוגמה, ביוני 2009 אסרה ממשלת הודו על חברה ביטחונית ישראלית אחרת, תעש מערכות בע"מ, לפעול בהודו במשך עשר שנים, בעקבות חשיפה של תשלומים לא אתיים למקבלי החלטות במדינה. מקרה זה עורר סימני שאלה לגבי חוזים אחרים שנחתמו באותה תקופה. הודו היא כיום שוק מפתח לתעשייה הביטחונית בישראל, כולל תע"א.

בשנת 2017 פתחו הרשויות בישראל בחקירה לגבי כמה מקרי שוחד בחברה, וחלק מהחקירות עדיין מתנהלות. למיטב הבנתנו, מדובר במקרים מינוריים הקשורים לרכישת שירותים מקומיים (כגון שירותי הסעדה), ואינם קשורים כלל לשירותי החברה או מוצריה.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מעריכים כי קיימת סבירות "גבוהה" שתע"א תזכה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן ובזמן אם תזדקק לה, דבר התומך בדירוג החברה. 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 איננו 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.

אנו סבורים שהקטנת חלקה של המדינה בתע"א או הרחבת פעילותה של החברה מחוץ לישראל עשויות לחזק את פרופיל האשראי העצמאי של החברה, אך מאידך לצמצם את ההשפעה החיובית של תמיכת המדינה ישירות על הדירוג.

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: חזקה

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

Israel Aerospace Industries Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. $) for the Fiscel Year Ended Dec 31, 2019

Israel Aerospace Industries Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA
Reported	**335.0**	**897.0**	**343.0**	**33.0**	**338.0**
S&P Global Ratings adjustments					
Cash taxes paid	--	--	--	--	(17.0)
Cash interest paid	--	--	--	--	(12.0)
Postretirement benefit obligations/deferred compensation	285.3	--	--	12.0	--
Accessible cash and liquid investments	(134.7)	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	7.0	--	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	25.0	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	(12.0)	--	--
Total adjustments	**150.6**	**25.0**	**(5.0)**	**12.0**	**(29.0)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	**485.6**	**922.0**	**338.0**	**45.0**	**309.0**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- 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: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 7 באוגוסט, 2020
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים	
התעשיה האוירית לישראל בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח קצר	ilA-1+
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
טווח קצר	
ינואר 14, 2020	ilA-1+
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	17:28 17/08/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:28 17/08/2020
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.