



דירוג חברות תעשייה ביטחוניות

דוח מתודולוגי | פברואר 2014

1

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דו"ח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות התעשייה הביטחוניות. הדו"ח נועד לשקף את המאפיינים האיכותניים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות תעשייה ביטחוניות ויכול לשמש ככלי עזר למנפיקים, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון.

יש להדגיש כי דו"ח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפותם מראש.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. לפיכך, הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים היסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. תחזיותינו מושפעות (בין היתר) מביצועי העבר, מגמות בענף התעשייה הביטחונית, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון- קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

אין במתודולוגיה המוצגת בדו"ח זה משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בה להשפיע על שינוי הדירוגים הקיימים.

מרכיבי הדירוג

בניתוח חברות בתחום התעשייה הביטחונית מידרוג בוחנת מספר פרמטרים, איכותיים וכמותיים, חלקם כלליים וחלקם בעלי מאפיינים ייחודיים לענף. ניתן לשייך את הפרמטרים העיקריים אשר נבחנים על ידינו ל- 4 קבוצות עיקריות:

1. מיצוב אסטרטגי ועסקי - מעמד אסטרטגי, פרופיל עסקי וטכנולוגי
2. רווחיות ויעילות תפעולית
3. מדיניות פיננסית - תיאבון לסיכון, מדיניות רכישות ומיזוגים ומדיניות מינוף
4. פרופיל פיננסי - מינוף, יחסי כיסוי, נזילות וגמישות פיננסית

יש לזכור כי דירוגים מטבעם הינם בעלי אופי צופה פני עתיד. הדירוג מושפע מהערכתנו והנחותינו לביצועיה העסקיים והפיננסיים העתידיים של החברה המדורגת ושל ענף הפעילות. בנוסף נבחנות מגמות העבר של ביצועי החברות, תמורות ענפיות וניתוח קבוצת השוואה (מקומית וגלובלית). נציין כי איכות התחזית עלולה להיפגם נוכח שינויים לא צפויים בהערכתנו לגבי תמורות בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

העולם המדורג

ענף התעשיות הביטחוניות הישראלי הינו מגוון וכולל (בין היתר) תכנון וייצור פלטפורמות ומערכות נשק והגנה לזרועות הים האוויר והיבשה. בין התחומים המובילים: חימוש, טילאות, מערכות קשר, שו"ב, מודיעין, לוחמת סייבר ואלקטרואופטיקה. עיקר הפעילות של החברות הביטחוניות הישראליות ממוקדת בתחום הצבאי/הביטחוני, זאת בשונה מהחברות הגדולות בעולם אשר פועלות בדרך כלל במקביל לתחום הצבאי גם בתחומי התעופה והחלל. עם זאת, גם



בישראל חברות ביטחוניות שואפות לשלב את פעילותן הצבאית בפעילות סינרגטית בתחומי התעופה והחלל האזרחי. החברות הביטחוניות בישראל פועלת הן בשוק המקומי והן בשוק הגלובאלי, כאשר למעלה ממחצית המכירות הן לייצוא. לצד זאת, צה"ל ומערכת הביטחון הישראלית מהווים עוגן משמעותי במיצובן הטכנולוגי והעסקי של החברות המקומיות ובמידה רבה מייצרים את פוטנציאל הצמיחה בחו"ל. כמו כן, מספר חברות ביטחוניות מצויות בבעלות הממשלה. לקוחות התעשייה הן בעיקר ממשלות, בעיקר במדינות מפותחות שרוכשות מערכות לחימה מתקדמות ועתירות טכנולוגיה. החברות המקומיות מתחרות בשוק הגלובלי מול חברות בינלאומיות ומול חברות מקומיות בארצות היעד, אולם בד בבד מקיימות עמן מערכת עניפה של שיתופי פעולה.

סיכון ענפי

להערכת מידרוג, ענף התעשיות הביטחוניות מאופיין ברמת סיכון בינונית-נמוכה יחסית לממוצע הכלל משקי. המאפיין העיקרי של הענף הינו **תלותו בתקציבי הביטחון הממשלתיים**, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. קיים מתאם גבוה בין השינוי בתקציבי הביטחון לפוטנציאל הצמיחה של החברות בענף. הגורם העיקרי אשר מבטיח תקצוב רציף וארוך טווח הינו **החשיבות אסטרטגית** עבור ממשלות (לקוחות החברה), בראשן מדינת המוצא המהווה לקוח עיקרי. החשיבות האסטרטגית נובעת משאיפתן של ממשלות לשמור על יתרון איכותי בזירות העימות שלהן, אשר יוכלו לאפשר הכרעה בשדה הקרב. ניתן למנות כדוגמא לכך השקעה בפלטפורמות להן עליונות (מטוסי קרב), נשק הרתעתי אסטרטגי המשמש כ"זרוע ארוכה" (טילים ארוכי טווח, צוללות), מערכות מודיעין והתרעה (לווייני ריגול) ועוד. גידול במספר האיומים על ביטחון, דוגמת אי יציבות גיאופוליטית באזורים שונים, התלקחויות צבאיות או שינויים בפריסת כוחות הברית ברחבי העולם יש בהם להשפיע מעת לעת על ההוצאה הביטחונית.

מאפיינים נוספים חשובים בסביבה העסקית הינם: **תלות בקבלנים ראשיים** - פיזור הספקים בכל תת-תחום ביטחוני הינו נמוך ושרשרת האספקה מורכבת וגלובאלית באופייה. הסיבה לכך הינה משך הזמן הארוך של הפרויקטים ומורכבותם, המשכיות בין פרויקטים וכן חשיבות רבה להבטחת איכות ותהליכי בקרה לאורך שרשרת האספקה. כפועל יוצא, השחקנים העיקריים בזירה הבינלאומית הינן חברות ענק המשמשות במקרים רבים כקבלניות ראשיות, כאשר יתר החברות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. מצב זה יוצר חשיפה למיצוב התחרות של הקבלנים הראשיים ומפחית את גמישות המחיר של החברות. אתגר ההנהלה הינו לנהל את שרשרת האספקה בזמן הפיתוח והייצור בצורה יעילה אשר תיתרגם לרווחיות; **חסמי כניסה גבוהים** - הענף מובל ע"י תאגידי ענק אמריקנים ואירופים ומאופיין בהטיה ביתית גבוהה, כאשר עיקר המכירות של היצרניות הן לשוק הבית וקיים קושי רב של שחקנים זרים לחדור לשווקים חדשים. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקניים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, המהווה כ- 40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, בעוד התאגידים האירופיים מוטים יותר לייצוא ופעילותם יותר גלובאלית. חסמי הכניסה נובעים בין השאר מהוצאות גבוהות על מ"פ, אשר מיתרגמות ליכולות טכנולוגיות מוכחות המהוות נכס משמעותי של השחקניות הוותיקות, הצורך בהון אנושי איכותי ובמבנה ארגוני התומך ביכולת לנהל מספר רב של פרויקטים וחברות במקביל וכן קיומה של רגולציה גבוהה. כל אלו מבצרים את חסמי הכניסה ויוצרים יתרון למתחרים ותיקים; **פרויקטים גדולים ומתמשכים**, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי ברווחיות; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מ"פ, המכבידים על הרווחיות בעיתות של קיטון בפעילות ואשר מצמצמים את הגמישות הפיננסית; **צבר הזמנות משמעותי** - משפר את נראות ההכנסות והרווח בטווח הזמן הקצר-בינוני. **זמן פיתוח מוצרים ארוך ויקר**, במיוחד בפרויקטים לטווח ארוך. החברות המובילות בתחום אשר מרכזות בד"כ את צד המו"פ מציגות פרופיל פיננסי שמרני בעל נזילות מהותית המשמשת ככרית ספיגה לסיכונים של פרויקט פיתוח ארוך טווח אשר לו אי ודאויות רבות; **מיזוגים ורכישות** - הענף עתיר פעילות מיזוגים ורכישות כאמצעי צמיחה ורכישת טכנולוגיות. מאפיין צמיחה זה פוגם בסיכון האשראי; **פעילות מפורזת ומגוננת על פני מאות פרויקטים שונים**, מוצרים ושווקים גיאוגרפיים; **סיכונים אשראי נמוכים** לרבות מקדמות מלקוחות



שתורמות לנזילות. מקדמות אלו, נפוצות בעיקר בפרויקטים אשר מאופיינים בהשקעות תכנון, מו"פ ניכרות (Build To Spec) וכן במקרים בהם החוזים הינם מול מדינות מתפתחות להן סיכון אשראי משמעותי יותר. אלמנט נוסף בעל השפעה בסביבה העסקית הינו **המעורבות הגבוהה של הממשלות**. מאפיין זה יוצר סיכון גיאופוליטי המקבל ביטוי בהעדפה של ממשלות לחברות מקומיות, בדרישה לרכש גומלין בפרויקטים גדולים ובמגבלות על עסקאות מול מדיניות מסוימות. קיימת חשיבות מכרעת לתקציב הביטחון של ארה"ב אשר מהווה כ-40% מתקציב הביטחון העולמי. מתווי תקציבי הביטחון גם מסווגים בד"כ לזרועות וסוכנויות ביטחון שונות אשר להן אופי פעילות שונה, נתון המסייע לנו להעריך את מידת ההשפעה על החברה בהתחשב בפורטפוליו המוצרים שלה.

מיצוב עסקי ואסטרטגי

הערכת המיצוב העסקי ובתוכו המוניטין והחשיבות האסטרטגית של מוצרי החברות בענף מהווה אלמנט מרכזי בתהליך הניתוח. המיצוב העסקי משפיע על היכולת לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי ולכן גם על יציבותם לאורך המחזוריות הכלכלית. הפרופיל העסקי-אסטרטגי כולל בתוכו את הפרמטרים הבאים: תמהיל קווי העסקים, המיצוב בשרשרת הערך והחשיבות האסטרטגית של מוצרי החברה עבור מדינות המוצא, גודל והיקף הפעילות וכן יציבות ההכנסות.

א. **תמהיל קווי העסקים:** ככל שבפורטפוליו החברה קיימים מוצרים בעלי יכולות מבצעיות מוכחות והיסטוריית מכירות יציבה, הדבר יקל על חיזוי הפרופיל העסקי ויכולת השבת ההכנסות. נוכחות של מוצרי החברה בשווקים מעידה על בסיס רחב של ציוד אשר קיים בידי הלקוחות והיא עשויה להתרגם לחוזי שירות ותחזוקה ולפרייקטי המשך אשר מסייעים להכנסות יציבות לאורך זמן. צבר הזמנות משמעותי למוצר מסוים מעיד על קבלתו בשוק ותומך בכוחה של החברה וביכולתה לשמר ולבצר את מעמדה בשוק. מידרוג בוחנת את תמהיל ההכנסות וקווי העסקים בין התחום הצבאי לאזרחי וכן את התפלגות צבר ההזמנות, אשר מסייעת לנו להעריך את ההכנסות העתידיות של החברה. למרבית החברות בעולם הביטחוני קיימת פעילות אזרחית סינרגטית בתחום התעופה האזרחית והחלל. לעומת התחום האזרחי, התחום הביטחוני נחשב ייחודי, אסטרטגי ופחות חשוף למחזוריות הכלכלית. ככל שהחברה המדורגת תתמקד בתחום הביטחוני נעריך את יכולת השבת ההכנסות שלה ואת נראות התזרים כטובה ויציבה יותר. ככל שמוצרי החברה, יש בהם לשמר ולייצר יתרון איכותי ועליונות צבאית אשר יוכלו לאפשר הכרעה בשדה הקרב לממשלות מזמינות הפרויקטים בזירות העימות שלהן, ניתן להעריך כי היקף, משך וצבר ההזמנות של החברה יהיה משמעותי. כמו כן, הדבר גוזר תזרים יציב ורווחיות עדיפה. ניתן למנות כדוגמא לכך השקעה בפלטפורמות להן עליונות (מטוסי קרב), נשק הרטעתי אסטרטגי המשמש כ"זרוע ארוכה" (טילים ארוכי טווח, צוללות), מערכות מודיעין והתרעה (לוייני ריגול) ועוד.

ב. **מיצוב בשרשרת הערך:** במידה והחברה משמשת לרוב כקבלן ראשי (אינטגרטור, Tier 1) מול הממשלה הדבר יקל עליה בדרך כלל לרשום מרווחים גבוהים יותר. לרוב, הקבלן הראשי מתמקד במו"פ וביכולות הליבה בעלות הערך. הפרויקטים של הקבלן הראשי מאופיינים בייצור ותכנון ע"פ מפרט ודרישות מבצעיות (Build To Spec). לעומת זאת, חברה אשר משמשת כקבלנית משנה, לרוב יקשה עליה לגזור רווחים ניכרים מאחר והתמחור מוכתב ע"י מזמין העבודה - הקבלן הראשי. פרויקטים של קבלני משנה מאופיינים בייצור ע"פ תכנית (Build To Print) בו קבלן המשנה מייצר רכיב ממוצר אשר אינו בליבת הפעילות ואשר תצורתו ידועה מראש ללא צורך במו"פ נרחב.

ג. **מיצוב טכנולוגי וחסימי כניסה:** כנזכר לעיל, לענף זה חשיפה גבוהה לטכנולוגיה, המהווה נדבך חשוב במיצוב החברה וביכולתה להתחרות בסביבה העסקית ולייצר יתרון תחרותי יחסי. בבחינת המיצוב הטכנולוגי בוחנת מידרוג את אסטרטגיית החברה בנושאים הבאים: השקעה בטכנולוגיה, מחקר ופיתוח, עקביות בקשר עם אסטרטגיה זו כפי שהיא מתבטאת בצד הכספי והאיכותי, לרבות היקף ואיכות תשתיות המו"פ בחברה וכן את



התפתחות תיק המוצרים של החברה ומנועי הצמיחה שלה. להלן מספר קריטריונים כמותיים, שמשמשים את מידרוג בבחינת מיצוב טכנולוגי של חברת בענף: שיעור הוצאות המו"פ מסך ההכנסות, קצב החדירה של הטכנולוגיה, גודל ההשקעה הנדרשת ומחזור החיים של הטכנולוגיה. מידרוג בוחנת את קיומם של חסמי כניסה המאפיינים את קווי הפעילות של החברה ועד כמה אלו צפויים להגן על ההכנסות העתידיות מפני תחרות. פרופיל עסקי אשר מכיל את רוב החסמים להלן יוערך על ידינו כחזק:

- i. השקעות משמעותיות ברכוש קבוע וקניין רוחני;
- ii. יתרון יחסי בדמות טכנולוגיות ייחודיות אשר קשה לחקות אותן;
- iii. פרויקטים ביטחוניים מסווגים;
- iv. ספק יחיד בפרויקט מהותי ארוך טווח, בד"כ מגובה בחוזה;

ד. **גודל והיקף:** גודלה של חברה בתעשייה הביטחונית קובע במידה רבה את מעמדה התחרותי בשוק, את גמישותה התפעולית ויכולתה לספוג הרעה בסביבה העסקית. גודל אבסולוטי יחסי הינם אינדיקטורים טובים למימוש המודל העסקי וליכולת חברה להתחרות במגוון תוכניות ולהשקיע בפרויקטים ארוכי טווח, הנפוצים בתחום. בנוסף, גודל משפיע לחיוב על יכולת המיקוח של החברה מול לקוחות וספקים. אופייה המורכב של הפעילות בענף הביטחוני מחייבת יכולות אינטגרציה וניהול שרשרת אספקה בקנה מידה גלובאלי. להיקף מתאם חיובי עם יכולת החברה לנהל ולספוג עלויות תוך כדי התאמה לתנאי השוק המשתנים. כמו כן, ההיקף משקף את כושרה של החברה לשמר את יכולות המו"פ וליצור פיזור על פני גיאוגרפיות וקווי מוצרים שונים. גודל מחושב כהכנסות השנתיות הצפויות בטווח הדירוג.

ה. **יציבות הכנסות:** כאשר חברה מפגינה יציבות בהכנסות הדבר מעיד על כך שהפעילות העסקית מאופיינת בחסינות מסוימת מפני זעזועים כלכליים בטווח הקצר ויכולת ייצור ושימור הכנסות דומות בעתיד. בהיבט זה אנו בוחנים את צבר ההזמנות הקיים ואת היכולת לשמרו, נוכח יתרונות יחסיים וחסמים שהחברה השכילה לפתח. נתון צבר ההזמנות מהווה אינדיקטור לתנודתיות ההכנסות ונתח השוק העתידי, תוך השוואה אל מול מתחרים ישירים. נציין כי, צבר הזמנות בד"כ מורכב מהזמנות אשר קיבלו תקצוב מאת המזמין הסופי (ממשלות), מגובות בחוזה, יכול והתקבלו בגיבן מקדמות והוקצו בגיבן משאבי פיתוח וייצור. ההזמנות המרכיבות את הצבר מוערכות כבעלות סיכויים גבוהים למימוש. מידרוג בוחנת את יכולת ייצור ההכנסות ואת מידת היציבות ע"י בחינת המכפיל שבין צבר ההזמנות האחרון המדווח להכנסות ב- 12 החודשים האחרונים. מכפיל זה משקף את יכולת ייצור ההכנסות העתידית במושיג שנים ברמת וודאות טובה. לעיתים חברות בתחום מספקות שירותים נלווים למוצריהן (תפעול ותחזוקה), אשר החוזים בגינם אינם נכללים בצבר.

רווחיות ועילות תפעולית

א. **יעילות:** אנו מודדים יעילות תפעולית ע"י יחס רווח תפעולי (EBIT) ל**סך הנכסים במאזן** במושגים שנתיים מייצגים. כאשר קיימת עקביות בשיעור הרווח התפעולי הדבר מלמד על רווחיות פרויקטי החברה ויכולת ההנהלה לעמוד באתגרים תפעוליים. עקביות ביחס היעילות הינה נקודה חיובית בעיקר אם הדבר כרוך בשיפור לאורך זמן. יחס יעילות נמוך הינו אינדיקציה לכך שנכסי החברה עתידיים להיות משוערכים מטה. יחס יעילות נמוך עלול אף לדרבן את הנהלת החברה לאזן את הביצועים החלשים באמצעות כניסה להשקעות מסוכנות במינוף גבוה. יחס יעילות נוסף הינו **רווח תפעולי בניכוי פחת והפחתות (EBITDA) ל**סך ההכנסות****. יחס זה מצביע על יכולתה של ההנהלה לשלוט בהוצאות ולייצר צמיחה בהכנסות תוך ניצול יתרונות לגודל. הרווח התפעולי כולל בתוכו בנוסף לרווחיות שרשרת הייצור והעמסת התקורות מרכיב גבוה של הוצאות מו"פ, דבר אשר מאפיין תעשיות עתירות ידע דוגמת התעשייה



הביטחונות. נתון ה-EBITDA מנטרל הפחתה של רכוש קבוע ונכסים בלתי מוחשיים ובכך מנטרל השפעה של מדיניות חשבונאית בקביעת הפחת ומקל על ההשוואה בין חברות שונות בענף.

ב. **רווחיות:** יכולת החברות בענף לייצר ולשמר רווחים מהווה גורם מסביר משמעותי לשרידותן, ליכולתן לייצר ערך כלכלי ולתמרן בסביבה משתנה. מידרוג רואה ברווחיות יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון, או קו הגנה ראשון כנגד הפסדים לא צפויים. מידרוג בוחנת את התשואה שהחברה מצליחה לייצר על נכסיה, את עומקה של כרית הביטחון עבור בעלי החוב במקרה של הרעה לא צפויה או הפסד חד פעמי, את היכולת לחזות את הרווחיות העתידית ואת רמת התגודותיות. בהקשר זה יש לציין כי במידה ומטבע הפעילות הינו ש נוצרת תגודותיות בדו"חות הכספיים כתוצאה משינויי שע"ח (תחום הביטחון לרוב מתנהל ב-\$) לכן, במידה ומטבע הפעילות הינו ש נתחשב בהכנסות/הוצאות גידור בעת בחינת הרווח הגולמי וזאת-במידה שזו פעילות גידור כנגד נכס בסיס ואיננה פעילות ספקולטיבית. יכולת החברות לייצר רווחים/תשואה נבחנת גם יחסית לפרופיל הסיכון של החברה. פרמטר מוביל לבחינת רווחיות החברה הינו התשואה על הנכסים אותה ניתן חלק לשני מדדים עיקריים: 1. **רווח נקי / הכנסות** - מדד ליעילות התפעולית לש החברה ולמודל העסקי שלה ו-2. **הכנסות / נכסים ממוצעים במאזן** - מדד ליכולת ייצור ההכנסות של החברה.

מדיניות פיננסית

מדיניות ההנהלה בנוגע למבנה ההון הרצוי בחברה, כמו גם התיאבון לסיכון משליכים ישירות על היקפי החוב וכפועל יוצא על איכות האשראי. בנוסף, חוסר איזון בנוגע להעדפת בעלי המניות על חשבון בעלי החוב ותיאבון לסיכון גבוה מהווים גורם שלילי לדירוג. על פי גישתנו, לאורך זמן, המדיניות הפיננסית וכן הפרופיל הפיננסי הנגזר ממנה הינם עניין של בחירה. הגורם המשפיע ביותר על מדיניות הפיננסית של חברה הינו מידת הסיכון הנקבעת ע"י הנהלת החברה והדירקטוריון. המדיניות הפיננסית משפיעה על רמת החוב, הנזילות, איכות האשראי ויכולת העמידה בזעזועים לאור המבנה המימוני של החברה. בבואנו לקבוע את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון הצהרות פומביות של החברה בנושא, היסטוריית העמידה בהצהרות אלו וכן את היכולת לבצע אותן עפ"י הערכותינו. כמו כן אנו בוחנים את עמידותה של המדיניות הפיננסית ואת השפעותיה על החברה, במידה ויחולו שינויים במחזורים הכלכליים, בתנאי האשראי, במחירי הסחורות, בתנאי התחרות ובסביבה הרגולטורית. ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל של מדיניות פיננסית אשר מותירה שולי נזילות מספקים אשר יכולים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים במחירי קנייה/מכירה ואירועים בלתי צפויים אחרים. שקיפות גבוה לגבי המדיניות הפיננסית מהווה מאפיין המצמצם את סיכון האשראי. להלן הפרמטרים המרכזיים, בבחינת המדיניות הפיננסית של החברות בענף: (1) המדיניות הפיננסית והתיאבון לסיכון של בעלי המניות וההנהלה משתקפים ברמת המינוף ויעדי התשואה, מדיניות גידורים, מדיניות חלוקת דיבידנד ו/או רכישה עצמית של מניות או חוב ובנטייה להעדיף את טובת בעלי מניות על פני בעלי החוב בקבלת החלטות עסקיות. (2) בחינת ביצועים היסטוריים של ההנהלה/החברה במחזורי עסקים שונים והתמודדות עם אירועים מהותיים כגון: מחזוריות כלכלית, שינויים רגולטורים וטכנולוגיים, שינויים בטעמי הצרכנים, שינויים בסביבה התחרותית ומידת הגמישות הפיננסית של החברה. (3) מדיניות הרחבת פעילות בדרך של רכישות ומיזוגים (האם מדובר בפעילות הליבה של החברה, או בפעילויות חדשות ומשלימות), מקורות המימון לרכישות ורמות המינוף בעסקאות אלה. תדירות המיזוגים והרכישות, בחינת טרק רקורד לעסקאות קודמות ויכולת החברה ליצור אינטגרציה וסינרגיה עם הפעילות הנרכשת.

פרופיל פיננסי

הפרופיל הפיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה. הפרופיל הפיננסי תלוי מחד, ברווחיות וביעילות של פעילות החברה ומאידך במדיניות הפיננסית שמקדמת ההנהלה. צירוף פרמטרים אלו קובע לאורך זמן את שיעור המינוף, את יחסי הכיסוי וכן את הגמישות הפיננסית ומידת הנזילות. כאשר אנו בוחנים את איכות האשראי של חברה אנו נתייחס

לתרחיש בסיס מסוים אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הקצר והבינוני. על מנת לצמצם את התנודתיות בדירוג אנו רואים לנגד עינינו ממוצעים רב שנתיים היסטוריים ועתידיים אשר משקפים נאמנה את הפרופיל הפיננסי של החברה לאורך זמן.

א. **מינוף** - מידרוג רואה בהון העצמי כרית מרכזית לספיגת הפסדים לא צפויים, אשר מקבלת משנה תוקף, במידה ולחברות כריות רווחיות זניחות יחסית. מטרתו העיקרית של ההון אינה לספוג הפסדים צפויים כחלק ממחזור העסקים (לשם כך קיימות כריות רווחיות) אלא להגן על בעלי החוב כנגד הפסדים חריגים ולא צפויים. נציין כי כריות הרווחיות יכולות לספוג חלק מההפסדים הלא צפויים בגין סיכונים השונים, אולם ההון העצמי מהווה את עיקר כריות הספיגה ומכאן חשיבותו הרבה ליציבות החברות. מידרוג בוחנת בהקשר זה מספר מדדים בראיה אשר צופה פני עתיד ובהם הון עצמי למאזן והון מוחשי למאזן, תוך התחשבות ביכולת צבירת הרווחים של החברה ומדיניות חלוקת הדיבידנדים שלה.

ב. **יחסי כיסוי** - מידרוג בוחנת את יכולת יצור התזרימים של חברות התעשייה הביטחונית, נראות התזרים, וכנגזר את יחסי כיסוי החוב והריבית כפעילות משלימה לבחינת המינוף המאזני. יחסי כיסוי החוב נותנים אינדיקציה לסיכון האשראי כנגזרת של יכולת ייצור המזומנים. יחסים אלו משקפים את הזמן הנדרש לחברה (בשנים) לייצר תזרימים לכיסוי החוב. יחסי כיסוי הריבית מודדים את יכולתה של החברה לשרת את מחיר החוב שלה מתזרימה הפנימיים. יחסי הכיסוי גוזרים את גמישותה העסקית והפיננסית של החברה, את יכולתה להתמודד בתנאי שוק משתנים, את גמישותה לגורמים מממנים ואת יכולתה למחזר את התחייבויותיה הפיננסיות. יחסי הכיסוי נמדדים ביחס לחוב הפיננסי לאחר התאמות הנדרשות, לרבות התאמה ליתרות הנזילות הקיימות בחברה, לפי הערכת השימושים ביתרות אלו. כך, יתרות נזילות המופיעות במאזני חברות ביטחונית לרוב מיועדות עבור פעילות מסוימת וקיימות מולן התחייבויות (מקדמות מלקוחות). הדבר נפוץ בתחום הביטחוני כאשר לקוח מעביר מקדמה כספית אשר ייעודה מימון השקעה במו"פ או בהון חוזר בגין הזמנה ספציפית. שימושים כלליים נוספים למזומנים יכולים להיות שינויים בצרכי הון חוזר כתוצאה מהאצת קצב הייצור, רכישות של חברות או תכנית לרכישה עצמית של מניות. עם זאת, במידה וחברה מציגה סך מזומנים משמעותי ויציב לאורך זמן מעבר לצרכי ההשקעה והדיבידנדים השוטפים אנו לוקחים נתון זה בחשבון.

i. **חוב/EBITDA** - מודד את יכולת החברה לכסות את התחייבויותיה בתנאים משתנים על פני זמן ואת יכולת שירות החוב על ידי הרווח השוטף. יש לציין כי ה-EBITDA הינו מדד של רווח ולא תזרים, ובכך יתרונו וחסרונו. ה-EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. מאותה סיבה, ה-EBITDA כלל אינו מבטא את השינויים בתזרימי המזומנים של החברה כתוצאה משינויים בהון החוזר, השקעות הוניות ותשלום דיבידנדים. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים פוטנציאליים ועל כן מעיד בראש ובראשונה על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.

ii. **חוב/FFO** - יחס זה מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח הנקי התזרימי. ה-FFO הינו תזרים מפעילות שוטפת בנטרול השינויים בהון החוזר ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון מסים נדחים או ריבית שלא שולמה). כמו כן, לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים מה-FFO הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא רווח פרמנטני. RCF (Retained Cash Flow) הינו מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים. אנו נתחשב ביחס RCF לחוב ככל שקיימת מדיניות דיבידנדים מהותית כלפי בעלי המניות וזאת- לאור כך שחלק מהחברות בתחום רואות בדיבידנד סוג של התחייבות כלפי בעלי המניות.

iii. **רווח תפעולי/הוצאות מימון** - יחס זה מודד את היכולת לתמוך במימון השוטף באמצעות הרווח התפעולי. ככל שיחס זה גבוה יותר קיימת לחברה גמישות לספוג קיטון ברווחיות מבלי לפגור בתשלומי הריבית של החוב. לצורך חישוב היחס אנו נתחשב לרוב בהוצאות המימון ברוטו (ללא קיזוז הכנסות מימון).

ג. **נזילות** - תומכת ביכולת לספוג הרעה זמנית בפעילות כתוצאה מגורמים אקסוגניים, לנצל הזדמנויות השקעה וצמיחה אורגנית ובאמצעות רכישות ומיזוגים וליצור יתרון תחרותי ויכולת חדירה לשווקים צומחים. נזילות הינה אינדיקטור הכרחי אם כי לא מספק ליכולת השרידות של חברות ולדירוגן. מידרוג בוחנת מספר פרמטרים בהקשר זה ובהם:

i. **תזרים חופשי** - FCF (Free Cash Flow) הינו התזרים החופשי הפנימי לשירות החוב לאחר השקעות בצורכי הון חוזר, השקעות הוניות (רכוש קבוע, מיזוגים ורכישות) וכן חלוקת דיבידנדים. התזרים החופשי עלול להיות תנודתי מאוד מכיוון שהוא מושפע משינויים בהון החוזר, מהשקעות הוניות חריגות וכן מחלוקת דיבידנד לא עקבית. ככלל, אומדן תזרים המזומנים החופשי לשנה הקרובה מהווה מדד ליכולת החברה לייצר עודפי מזומנים ולשרת את התחייבויותיה בטווח הזמן הקצר.

ii. **יתרות נזילות / חלויות שוטפות** - מהווה אינדיקציה לאסטרטגיית הנזילות של הנהלת החברה. היחס משקף את יכולת החברה לשרת את החוב בעיתות מצוקה בהם אין לחברה גישה למממנים ולשוק ההון. היקף הנזילות אותו בוחרת החברה לשמר מהווה כרית לצרכים בלתי צפויים ונותן מידה של וודאות לשירות החוב קצר המועד. נזילות משמעותית יכולה להפחית מסיכון המימון מחדש גם לחוב ארוך הטווח. לעיתים חברות בתחום מגייסות אג"ח חדש אשר נועד למחזור חוב לפני זמן פירעון האג"ח הקיים וזאת- כדי לצמצם את סיכון המימון מחדש. לצורך חישוב היחס אנו מגדירים אמצעים נזילים כמזומנים, ניירות סחירים ונכסים פיננסיים שוטפים (ברמות הישענות שונות כתלות בסיכון ובסחירות) וזאת- במידה והם חופשיים משעבוד.

ד. **גמישות פיננסית** - להלן הפרמטרים אותם מידרוג בוחנת לצורך הערכת הגמישות הפיננסית: שיעור הנכסים הפנויים משעבוד - משפר את הגמישות בשל האפשרות לשעבדם לטובת גיוס חוב חדש; מסגרות אשראי לא מנוצלות (חתומות ושאינן חתומות); מרווח הביטחון מאמות המידה הפיננסיות - כאשר קובננטים שכיחים אשר מוצבים ע"י הגורמים המממנים הינם חוב ל- EBITDA והון למאזן. לגישתנו פער מספק הינו מעל 25% מאמת המידה; נתוני שוק על יכולת הגיוס ובהם תשואה לפדיון ושינויים בפרמיית הסיכון.

שיקולים נוספים

בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים איכותניים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידורים (סיכוני מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכוני מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. בתהליך הדירוג אנו לוקחים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

1. **איכות ההנהלה ואסטרטגיית הפעילות** - ניסיון, יציבות, איכות תחזיות ונתונים, הטמעת ויצירת סינרגיה מרכישות ומיזוגים, התמודדות עם משברים מסוגים שונים, מיקוד עסקי וכניסה לשווקים חדשים.
2. **שינויים בסביבה הכלכלית, הרגולטורית והפוליטית** - שינויים אלו משפיעים על היקף ההזמנות של ממשלות בפרויקטים פיתוח ארוכי טווח וקניית מוצרים מסל המוצרים הנוכחי. לעיתים בשל שיקולים אסטרטגיים ופוליטיים נמנע מחברות ישראליות לייצא מוצרים ולפתח שווקי ייצוא. כמו כן לעיתים הדבר תלוי ברכש גומלין של משהב"ט.

- תחום נוסף המושפע מרגולציה ממשלתית הינו אכיפת השמירה על איכות הסביבה אשר עלויות ניכרות בצידה.
3. **תמיכה ממשלתית¹** - בניגוד לענפים אחרים, בענף הביטחוני מידרוג בוחנת ומכמתת (במידה ואנו מעריכים שיש) הסתברות לתמיכה חיצונית (מהמדינה = התומך) ובתוך כך בוחנת האם לחברה יש חשיבות אסטרטגית לתומך והאם קיימים היכולת והרצון לתמוך בחברה. בחינה זו, כאשר רלוונטית, נעשית תוך כדי שימוש במודל סטטיסטי לניתוח חדלות פירעון משותפת (JDA), הערכת התלות (קורלציה) בין תומך לנתמך והסתברות שיעור התמיכה. ראשית נקבע דירוג על בסיס עצמאי ועל בסיס נקבע הדירוג לאחר התמיכה. לרוב נשתמש במודל זה לחברות בענף כאשר קיימת בעלות ממשלתית מלאה או חלקית ובהינתן אסטרטגית הביטחון הלאומי של ישראל אשר מייחסת חשיבות גבוהה לקיומה של תעשייה ביטחונית מקומית עצמאית.
 4. **ממשל תאגידי** - רמתה המקצועית של וועדת הביקורת, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.
 5. **בקרה פיננסית** - דיוק בנתונים הפיננסיים המדווחים של החברה דורש מערכת בקרה התואמת תהליכים חשבונאיים. במידה והחברה מציגה מחדש חלק מנתוניה הפיננסיים או מתעכבת בדיווחים מחייבים לרשויות יש בכך פוטנציאל להעיד על בקרה חלשה.

דוחות קשורים

- [עוצמת הקשר בין מדדים פיננסיים לבין דירוג האשראי וענף הפעילות, מאי 2011](#)
- [דגשים בהערכת נזילות של מנפיקים, דצמבר 2010](#)

תאריך הדו"ח: 09.02.2014

¹ [דירוג מנפיק הקשור למדינה - Government Related Issuer, דו"ח מתודולוגי, אוקטובר 2013](#)

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.