



**ELBIT SYSTEMS LTD. ANNOUNCES  
MIDROOG LTD. RATING OF "Aa1"  
(LOCAL SCALE) FOR POTENTIAL FUTURE ISSUANCES  
BY ELBIT SYSTEMS OF UP TO \$350 MILLION  
OF UNSECURED NOTES**

Haifa, Israel – May 13, 2010 – Elbit Systems Ltd. (NASDAQ and TASE: ESLT) announced today that Midroog Ltd., an Israeli rating agency ("Midroog"), announced that it had assigned a "Aa1" rating (on a local scale) to any new unsecured notes in the aggregate amount of up to \$350 million which may be issued in the future by the Company.

The full text of an unofficial translation of Midroog's report will be submitted by the Company on Form 6-K to the U.S. Securities and Exchange Commission. The Company will also submit to the Israel Securities Authority a copy of Midroog's original report in Hebrew and the unofficial translation of the report.

The Company has not yet made any decision as to the offering of any securities, nor as to the scope, terms or timing of any such offering, nor is there any certainty that such an offering will be made.

This press release does not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any securities.

**About Elbit Systems**

Elbit Systems Ltd. is an international defense electronics company engaged in a wide range of programs throughout the world. The Company, which includes Elbit Systems and its subsidiaries, operates in the areas of aerospace, land and naval systems, command, control, communications, computers, intelligence surveillance and reconnaissance ("C4ISR"), unmanned aircraft systems ("UAS"), advanced electro-optics, electro-optic space systems, EW suites, airborne warning systems, ELINT systems, data links and military communications systems and radios. The Company also focuses on the upgrading of existing military platforms, developing new technologies for defense, homeland security and commercial aviation applications and providing a range of support services. For additional information, visit: [www.elbitsystems.com](http://www.elbitsystems.com).



**Company Contact:**

Joseph Gaspar, Executive VP & CFO  
Dalia Rosen, VP & Head of Corporate Communications  
Elbit Systems Ltd  
Tel: +972-4-8316663  
Fax: +972-4-8316944  
E-mail: [j.gaspar@elbitsystems.com](mailto:j.gaspar@elbitsystems.com)  
[dalia.rosen@elbitsystems.com](mailto:dalia.rosen@elbitsystems.com)

**IR Contact:**

Ehud Helft / Kenny Green  
  
CCG Investor Relations  
Tel: 1-646-201-9246  
E-mail: [elbitsystems@ccgisrael.com](mailto:elbitsystems@ccgisrael.com)

This press release contains forward-looking statements (within the meaning of Section 27A of the Securities Act of 1933, as amended and Section 21E of the Securities Exchange Act of 1934, as amended) regarding Elbit Systems Ltd. and/or its subsidiaries (collectively the Company), to the extent such statements do not relate to historical or current fact. Forward Looking Statements are based on management's expectations, estimates, projections and assumptions. Forward-looking statements are made pursuant to the safe harbor provisions of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, as amended. These statements are not guarantees of future performance and involve certain risks and uncertainties, which are difficult to predict. Therefore, actual future results, performance and trends may differ materially from these forward-looking statements due to a variety of factors, including, without limitation: scope and length of customer contracts; governmental regulations and approvals; changes in governmental budgeting priorities; general market, political and economic conditions in the countries in which the Company operates or sells, including Israel and the United States among others; differences in anticipated and actual program performance, including the ability to perform under long-term fixed-price contracts; and the outcome of legal and/or regulatory proceedings. The factors listed above are not all-inclusive, and further information is contained in Elbit Systems Ltd.'s latest annual report on Form 20-F, which is on file with the U.S. Securities and Exchange Commission. All forward-looking statements speak only as of the date of this release. The Company does not undertake to update its forward-looking statements.

# אלביט מערכות בע"מ

דוח אנליטי | מאי 2010

1

## מחברת:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית  
[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלביט מערכות בע"מ

דירוג סדרה	Aa1
------------	-----

הדירוג ניתן לאגרות חוב שעשויה להנפיק אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה"), בסך של עד 350 מיליון דולר (שערכם הנקוב בשקלים למועד דוח זה הינו כ-1,331 מיליון ש"ח), שלא תהינה מובטחות בשעבוד כלשהו. תנאי אגרות החוב טרם נקבעו. ככל שהחברה תבצע גיוס כאמור, בכוונת החברה לבצע גידור מלא, באמצעות עסקת החלפה, כנגד החשיפה המטבעית בין אגרות החוב השקליות לבין הדולר, שהינו מטבע הפעילות העיקרי. למעט באלישרא, לחברה אין כיום שעבודים ספציפיים לטובת הבנקים המממנים, ואין להערכת ההנהלה במועד דו"ח הדירוג צורך בהעמדת שעבודים ספציפיים לטובת הבנקים גם בעתיד (למעט שעבודים שיהיו, ככל שיהיו, בקשר עם התחייבויות של חברות שהחברה עשויה לרכוש בעתיד).

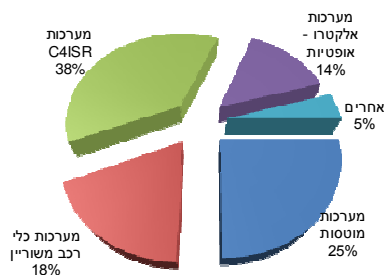
דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10/05/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

### פרופיל החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה ישראלית רב לאומית העוסקת ישירות ובאמצעות תאגידים מוחזקים בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק מערכות לוחמה אלקטרונית לשימושים צבאיים באוויר, בים וביבשה. לחברה מגוון רחב של מוצרים ומערכות על בסיס טכנולוגיות שונות בתחומים של תקשורת, תוכנה, מחשבים, מערכות בקרה, התראה והגנה. פתרונות החברה הינם רב-תחומיים וכוללים אינטגרציה של מוצרים בטכנולוגיות ושימושים משלימים. פעילות החברה מתבצעת על פני מספר רב של פרויקטים בכ-50 מדינות ברחבי העולם באמצעות כ-40 חברות תפעוליות. החברה משמשת הן קבלנית ראשית של פתרונות עבור צבאות וממשלות והן כספקית של מוצרים ומערכות עבור יצרניות מובילות בתעשייה הביטחונית בעולם.

2

### התפלגות הכנסות לפי תחומי פעילות, באחוזים בשנת 2009



ארבעת קווי הפעילות העיקריים של החברה הינם כדלקמן: מערכות מוטסות - מערכות אלקטרוניות מתקדמות בייצור ובהשבה של כלי טייס צבאיים, בתחומי התקשורת, הניווט, הבקרה, ההתראה וההגנה. בין המוצרים המובילים בתחום נמנים מערכות לניהול תא הטיס, מערכות ראש מתקדמות (כיוון ותצוגת נתונים על גבי קסדות), מערכות מפה דיגיטלית ורבים אחרים. כמו כן, כוללת פעילות זו מערכות אימון, הדרכה ותחזוקה לכלי טייס. החברה הינה ספק ראשי של קסדות לצבא ארה"ב בשיתוף פעולה עם יצרנית מובילה נוספת;

מערכות יבשתיות - השבחה ושדרוג של פלטפורמות לחימה יבשתיות במערכות נשק אלקטרוניות, מערכות צריח נע, עמדות ירי נעות, מערכות ניהול קרב, מערכות לייזר להתראה ולמעקב ועוד. החברה הינה קבלן ראשי של צה"ל לפיתוח והשבחה של טנק המרכבה לדורותיו;

מערכות C<sup>4</sup>ISR - פתרונות אינטגרטיביים של מערכות פיקוד ושליטה, תקשורת ומחשבים, מודיעין ומעקב, המסייעות לניהול שדה הקרב באוויר, בים וביבשה. תפקידן של המערכות לסייע בניהול שדה הקרב בזמן אמת באמצעות קבלת מידע רב ממספר מערכות בו זמנית, עיבודו של המידע והצגתו בצורה הנוחה ביותר למשתמש. תחום פעילות זה זוכה להתעניינות הולכת וגוברת מצד ממשלות וצבאות ברחבי העולם במהלך השנים האחרונות, ויחד עם תחומי פעילות נוספים תרם לחלק משמעותי בצמיחה של החברה בשנתיים האחרונות, בפרט עם השלמת הרכישה של תדיראן קשר

באפריל 2007. תחום נוסף השייך לקו פעילות זה ולו תפקיד מרכזי בפעילות החברה בשנים האחרונות, המטוסים הבלתי-מאוישים (מל"ט). החברה משמשת כספק עיקרי של מערכות אלו למדינת ישראל. כמו כן, החברה משמשת כספק עיקרי של מערכות אלו לצבא הבריטי בשיתוף פעולה עם יצרנית מובילה נוספת;

מערכות אלקטרו-אופטיות - החברה מפתחת ומייצרת קשת רחבה של מוצרים אלקטרו אופטיים ומוצרי גילוי והתראה כולל שימוש בטכנולוגיית לייזר וטכנולוגיית הדמאה תרמית לשימוש צבאי באוויר, בים, ביבשה ובחלל.

החברה הציגה לאורך השנים האחרונות פעילות ענפה של מיזוגים ורכישות, בהשקעה מצטברת של כ- 800 מיליון \$ במהלך השנים 2005-2009. הרכישות הבולטות הינן רכישת 70% באלישרא בשנת 2005, רכישת שליטה מלאה בתדיראן קשר בשנת 2007 והשלמת רכישת השליטה בקינטיקס בשנת 2009.

החברה מעסיקה כ-11,000 עובדים, מהם כ-8,500 עובדים בישראל, כ-1,800 בארה"ב והיתר בחברות הבנות ברחבי העולם. מרבית העובדים מועסקים באמצעות חוזים אישיים וכ-2,000 עובדים בחברות בת מועסקים תחת חוזה קיבוצי. כמחצית מהעובדים בחברה הינם צוות טכני, מהנדסים ואנשי ניהול, עם המחצית השנייה נמנים עובדי ייצור, עובדי מטה ואחרים. החברה מפתחת, מייצרת, מרכיבה ובודקת את מוצריה בכ-50 אתרים שונים בישראל, בארה"ב, באירופה ובשאר העולם. המתקנים נפרסים על שטח של כ-417 אלף מ"ר, מרביתם בישראל ובארה"ב.

#### אלב"ט, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני \$ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	
1,070	1,523	1,982	2,638	2,832	הכנסות
280	373	516	767	849	רווח גולמי
67	92	108	249	262	רווח תפעולי
32	72	77	204	215	רווח נקי
26.1%	24.5%	26.1%	29.1%	30.0%	רווח גולמי %
6.3%	6.0%	5.4%	9.4%	9.3%	רווח תפעולי %
125	150	207	378	386	EBITDA
111	111	183	335	346	תזרים מפעולות, FFO
59	65	106	129	108	השקעה ברכוש קבוע
189	32	354	25	178	השקעה ברכישת חברות
1,622	1,773	2,789	2,940	3,054	סך נכסים במאזן
97	88	376	278	280	יתרות נזילות
263	153	460	285	389	חוב פיננסי
464	500	556	800	857	הון עצמי
28.6%	28.2%	19.9%	27.2%	28.1%	הון למאזן

#### מתודולוגיה לדירוג

בקביעת דירוג החברה הסתמכה מידרוג על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג חברות בתחום התעשייה הביטחונית. מתודולוגיה זו כוללת ארבע קבוצות עיקריות של פרמטרים לדירוג: מיצוב עסקי, רווחיות, מינוף, נזילות ותזרים. בצד העסקי נבחנת החברה לפי פרמטרים הכוללים: גודל, הנמדד בהיקף פעילות, גיוון הפעילות על בסיס תחומי פעילות שונים וכן יציבות וראות עסקית הנמדדות, בצבר ההזמנות ובחסמי הכניסה לענף. בצד הרווחיות נכללים פרמטרים המודדים את הרווחיות התפעולית הממוצעת ואת מגמתה לאורך שנים וכן את תשואת הרווח הנקי לנכסים הממוצעת לאורך זמן. בצד הפיננסי נכללים פרמטרים של רמת המינוף, הנמדדת ביחס החוב הפיננסי להכנסות ולרווח התפעולי, רמת הנזילות ויחסי תזרים לחוב הפיננסי ברוטו ונטו. המשקל של כל אחד מהפרמטרים בחישוב המשוקלל של הדירוג נע בין 3%-9%.

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בגיוון עסקי, המתבטא בקשת רחבה של מוצרים, ביזור גיאוגרפי ובסיס לקוחות רחב. לחברה אסטרטגיה ממוקדת ומוכחת לפיתוח גישה לשווקים חדשים, התומכת בביזור הכנסותיה; הדירוג נתמך גם על-ידי העליונות הטכנולוגית של אלביט נוכח נכסים טכנולוגיים משמעותיים, זיקה למערכת הצבאית והמבצעית בישראל והשקעה גבוהה ומתמשכת במחקר ופיתוח, התורמים לשימור והשבחת היכולות הטכנולוגיות; להערכת מידרוג, נכסי החברה הינם בעלי ערך אסטרטגי עבור מדינת ישראל; החברה פועלת בהצלחה לחיזוק נוכחותה בתעשייה הצבאית העולמית דרך שיתופי פעולה עם חברות ענק. לכך תורמת העובדה כי פעילות אלביט מתמקדת באמצעי לחימה אלקטרוניים, המהווים סגמנט צומח בענף בעולם; הניסיון המקצועי רב השנים של ההנהלה בהובלת חברה רב לאומית ותהליכי מיזוג ורכישות מוצלחים תומכים בדירוג הגבוה; לחברה רמת מינוף נמוכה יחסית, הנגזרת מתזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת, המהווים את המקור העיקרי למימון פעילותה; בנוסף, הדירוג נתמך ברמת הנזילות הטובה ובגמישות פיננסית המוערכת כגבוהה.

להערכת מידרוג, ענף התעשייה הביטחונית בעולם נסמך על תקציב הביטחון העולמי, המאופיין בתנודתיות וצפויה בו התמתנות מסוימת במהלך השנים הקרובות, לאחר עלייה מתמשכת של כעשור; החברה מתמודדת בעיקר בשווקים זרים, מול חברות מקומיות גדולות ומבוססות, זאת כאשר חלוקת תקציב הביטחון מושפעת מהטיה ביתית, הפועלת לטובת החברות המקומיות ומשיקולים פוליטיים; לצד הצמיחה המרשימה בהכנסות, רשמה החברה האטה בצמיחת צבר ההזמנות - התפתחות המעיבה במידה מסוימת על הצמיחה העתידית ממקורות פנימיים; הרווחיות הממוצעת בחברה לאורך זמן דומה לזו של הענף. בשנתיים האחרונות נרשם בה שיפור ניכר, שאינו בהכרח פרמננט, וחלקו נתמך על-ידי רוח גבית של פרמטרים מאקרו כלכליים; נכון למועד הדורג לא נמסרה למידרוג תוכנית השקעה קונקרטית, עובדה המקשה להעריך את ההשפעות העתידיות של הרכישות על תוצאותיה העסקיות ויחסי הכיסוי.

4

## ניהול ואסטרטגיה

### שדרת ניהול רחבה ומנוסה

הנהלת החברה הבכירה מונה כ-20 מנהלים, בהם נשיא החברה ו-19 סמנכ"לים, חלקם עומדים בראש החטיבות העסקיות וחלקם עומדים בראש מחלקות תפעוליות, הנותנות שירות לכלל החברה. מנהלי החטיבות המקצועיות בחברה מאופיינים בוותק וניסיון רב בתחומם, מרביתם אנשי צבא לשעבר, בעלי ניסיון ניהולי ומבצעי בכיר וארוך שנים. חלק גדול מבעלי התפקידים הבכירים צמחו בתוך החברה, תוך התנסות בתפקידי ניהול שונים לאורך ולרוחב השדרה הניהולית. למרבית חברי ההנהלה ניסיון רב גם בתפקידים שיווקיים.

### רב-לאומיות

פעילות החברה מתבצעת בעשרות מדינות שונות ברחבי העולם, מרביתה באמצעות חברות בנות. עם זאת, בסיסה של החברה הינו בישראל והנהלתה הבכירה מורכבת במרביתה ממנהלים ישראלים. החברה נוקטת במדיניות של שמירה על צביון לוקאלי בכל אחת ממדינות הפעילות, לצד חתירה לזהות תאגידית אחידה. הצביון הלוקאלי בא לידי ביטוי בשימור הנהלה ותרבות ארגונית מקומיים, שימוש בקבלני משנה מקומיים ושימור עצמאות ניהולית לחברות הבנות. ביסוס הניהול הלוקאלי נועד בין השאר להקל על התמודדותה של אלביט בענף המאופיין בהעדפה של חברות מקומיות על פני חברות זרות. החתירה לזהות תאגידית נועדה לאפשר לאלביט למצות את הסינרגיה בין הטכנולוגיות והמוצרים השונים ולהציע פיתרון כולל ללקוח. בנוסף, היא נועדה ליצור מחויבות של עובדי החברה בכל רחבי העולם להצלחה הכלכלית של החברה. מיצוי הסינרגיה בין החטיבות לאורך היחידות הגיאוגרפיות השונות הינו ערך שחשיבותו הולכת וגדלה ככל שגדל סל המוצרים והמערכות הופכות אינטגרטיביות יותר.

### התמקדות בפעילות בשוק הביטחוני

במהלך השנים האחרונות הנהלת החברה התמקדה בצמיחה בפעילות העסקית של החברה הן באמצעות צמיחה אורגנית והן באמצעות רכישת חברות, בעיקר חברות בתחום הביטחוני או בעלות נקודות השקה מרכזיות לתחום. להערכת מידרוג, החברה תוסיף להתמקד בפעילות בתחום הביטחוני גם בעתיד.

### השקעה גבוהה במו"פ שנועדה להבטיח המשכיות היתרון הטכנולוגי

במהלך השנים האחרונות החברה הגדילה את השקעותיה במו"פ. ההשקעות מתבטאות בשיפור מערכות קיימות, פיתוח מוצרים, בתיאום עם לקוחות, התואמים את צורכיהם התפעוליים, פיתוח אבות טיפוס של טכנולוגיות חדשות לצורך הדגמה ללקוחות והשתתפות בתערוכות ענפיות. הפיתוחים החדשים נועדו לשמש את החברה בפרויקטים עתידיים בחטיבות השונות ולחזק את עליונותה הטכנולוגית על-פני המתחרים. אחת הדרכים של ההשקעה במו"פ עתידית הינה באמצעות כח אדם איכותי, המהווה את אחת החוזקות של החברה. האסטרטגיה של החברה הינה לשמר ואף להרחיב את מצבת כ"א גם במהלך תקופות קשות.

### התרחבות באמצעות רכישות ומיזוגים

כפי שכבר צוין, חלק משמעותי במיצובה של אלביט כחברה מובילה בתחום האלקטרוניקה הצבאית בעולם הינו יכולתה לזהות חברות שיתחחו בפניה גישה לשווקים חדשים ו/או יקנו לה יתרון טכנולוגי מול מתחרים, רכישתן ומיזוגן המוצלח. בפרט ראוי לציין את רכישת תדיראן כנקודת מפנה משמעותית בהתפתחות החברה. החברה צפויה להוסיף ולפעול באסטרטגיה דומה גם בעתיד, תוך התמקדות ברכישת חברות שיקנו לחברה גישה לשווקים חדשים או יעמיקו את נוכחותה בשווקים קיימים. עם הסיכונים הנפוצים בתהליך המיזוג נמנים: טעות בהתאמה אסטרטגית ו/או תרבותית של החברה הנרכשת, הנחות בלתי סבירות לגבי העסקה וטעות בהערכת מחיר העסקה. סיכונים אלו עשויים להתבטא בעזיבת אנשי מפתח מהחברה הנרכשת, בעלויות מיזוג גבוהות מהמצופה או בקושי בהשגת הסינרגיה המצופה. אלביט מבצעת תהליך בדיקה מובנה וממושך טרם ביצוע הרכישה, באמצעות צוותים מקצועיים ומעורבות מטה החברה. החברה מתמודדת בתחרות גבוהה על רכישות אטרקטיביות, נוכח הנטייה האינהרנטית של החברות הגדולות בענף לביצוע רכישות ומיזוגים. התחרות מתמקדת לפיכך במחיר המכירה ובפרמיה שמציעה הרוכשת על בסיס הפוטנציאל העסקי. במהלך העשור החולף ביצעה אלביט מספר רכישות בולטות: אל-אופ בשנת 2000, אלישרא בשנת 2005 ותדיראן קשר בשנת 2007, זאת בנוסף לעשרות רכישות ומיזוגים בהיקפים קטנים יחסית. במרבית הרכישות עמדה החברה בהצלחה ביעדים שהוצבו בעת הרכישה. עם זאת, רכישת אלישרא, למשל, מדגימה את האתגרים הכרוכים בתהליך מיזוג שעשוי להימשך זמן ממושך.

### חוזקות

#### גיוון עסקי הכולל מגוון רחב של מוצרים, פיזור גיאוגרפי ובסיס לקוחות רחב

לחברה גיוון עסקי רחב, המתבטא בביזור מוצרים, שווקים ולקוחות. הגיוון העסקי מאפשר לחברה להשתתף במספר רב של מכרזים ולהציע ללקוחות קשת רחבה של פתרונות. גיוון המוצרים מאפשר לחברה ליזום שיתופי פעולה עם יצרניות בענף ולחזק את מעמדה התחרותי. לחברה פיזור גיאוגרפי רחב. פעילותה ייחודית בתעשייה הביטחונית העולמית, בכך שמרבית הכנסותיה (כ-80%) נובעות משווקים זרים, זאת בשונה מרוב החברות הביטחוניות בעולם, המשווקות בעיקר לשוק המקומי. מאפיין זה מציב בפני החברה אתגרים עסקיים וניהוליים משמעותיים, בהיות ענף התעשייה הביטחונית מוטה שוק מקומי, אולם פותח בפניה כר נרחב לשיתופי פעולה עם שחקניות הענף, בעיקר בארה"ב ובאירופה. לחברה לקוח משמעותי אחד בהיקף מעל 10%: משרד הביטחון (מהווה בממוצע כ-20% מההכנסות בשנים האחרונות). לקוח מהותי נוסף הינו ממשלת ארה"ב שהיוותה כ-6% מההכנסות בשנים האחרונות. מעבר לכך, בסיס הלקוחות רחב ומפוזר גיאוגרפית.

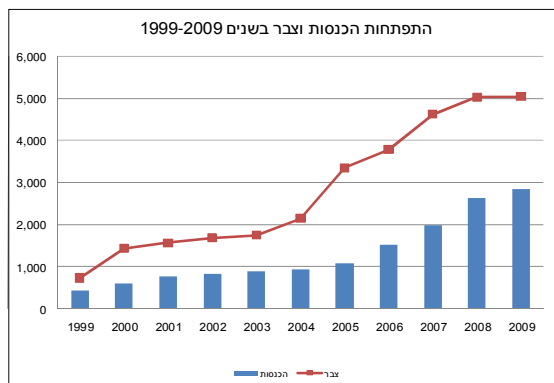
### עליונות טכנולוגית הנובעת בין השאר מהזיקה למערכת הצבאית המבצעית בישראל

להערכת מידרוג, אחד הגורמים להצלחתה של אלביט היא הזיקה למערכת הצבאית המבצעית בישראל. המצב הגיאוגרפי, הפוליטי המקומי, המחייב מענה מהיר ואיכותי לצרכים הדינמיים של מערכת הביטחון בישראל, יוצר לחברה נכסים טכנולוגיים משמעותיים, המהווים פלטפורמה להתפתחותה ברחבי העולם. הניסיון המבצעי של מערכת הביטחון הישראלית תורם אף הוא ליכולות הפיתוח והיישום של מוצרי החברה ומהווה יתרון תחרותי משמעותי בשווקי היעד. היתרון במיקומה של אלביט בישראל קשור גם בחשיפתה לכוח אדם טכנולוגי ומבצעי מתוך מערכת הביטחון ומוסדות ההשכלה הגבוהה בישראל.

החברה מוציאה כ-7-8% מהכנסותיה השנתיות למו"פ ישיר נטו. חלק נוסף בהוצאה למו"פ נעשה במסגרת הפרויקטים ללקוחות ומיוחס לעלות המכר. שיעור ההשקעה של החברה במו"פ הינו גבוה ביחס לחברות אחרות בתעשייה, הן בארץ והן בעולם, והדבר מוסבר, בין השאר, בתמהיל הפעילות והמוצרים של החברה שהינו מוכוון טכנולוגיה, בעוד שחלק מהמתחרות פועלות בתחום פיתוח פלטפורמות ובתחום האזרחי שהינם פחות עתירי טכנולוגיה. מרבית ההוצאה למו"פ בחברה ממומנת ממקורותיה העצמיים ועוד כ-1% ממומן בכספי תמיכה ושיתוף פעולה מהמדינה וקרנות מו"פ שונות. להערכת מידרוג, הנכסים הטכנולוגיים, בשילוב ההשקעה המתמשכת במו"פ, מקנים לה בסיס יציב לשימור מעמדה.

### צבר הזמנות משמעותי המקנה ראות טובה לשנתיים קדימה

להערכת מידרוג, צבר הזמנות משמעותי הינו אחד המאפיינים החזקים של התעשייה הביטחונית. צבר ההזמנות מקנה לחברות בענף ראות עסקית ופיננסית טובה לטווח הזמן הבינוני. צבר ההזמנות של החברה מהווה אינדיקציה ליכולתה האורגנית לשמר ולהצמיח את הכנסותיה. התפתחות הצבר עשויה לאותת על ההתפתחויות העסקיות והטכנולוגיות בשווקים, ולאפשר את היערכות החברה לשינויים.



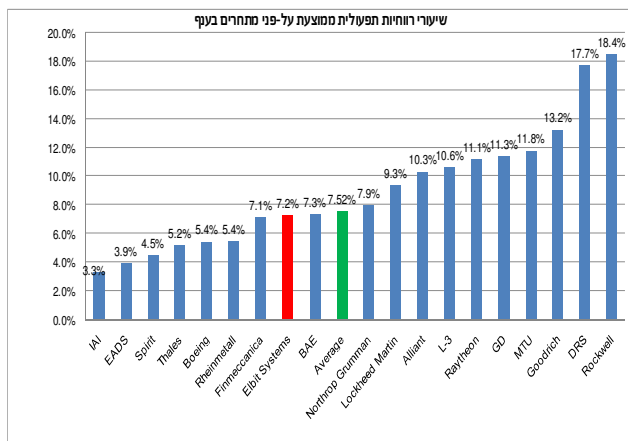
בשנים 2005-2008 החברה הציגה גידול מתמשך בצבר ההזמנות. העלייה התמתנה בשנת 2009 ונכון ל-31/12/2009 לחברה צבר של כ-5.04 מיליארד \$, בהיקף דומה לתחילת השנה. הסטגנציה בצבר בשנת 2009 משקפת, להערכת החברה, את ההאטה בקצב הוצאת ההזמנות על ידי לקוחות, נוכח ההאטה הכלכלית העולמית ואת התארכות תהליך המכירה וקבלת ההזמנות בעקבות זאת. יחס הצבר להכנסות בחברה עומד על כ-1.8 לסוף 2009 - נמוך במעט מהממוצע הענפי העומד על כ-2.0.

יש לציין עם זאת כי חלק ממתחרותיה הגדולות של החברה פועלות גם בתחום פיתוח וייצור פלטפורמות וכן בייצור מטוסים לתחום האזרחי, תחומים בהם החברה אינה פעילה, ומאופיינים בצבר ארוך יותר. שיטת ההכרה בצבר משתנה אף היא מחברה לחברה. כ-72% מהצבר הנוכחי הינו לביצוע במהלך השנים 2010 ו-2011.

### רווחיות דומה לטווח הענפי

רווחיות החברה רשמה עליית מדרגה במהלך השנים 2008-2009 על רקע שינוי תמהיל קווי הפעילות בחברה. השיפור הינו בחלקו תוצאה של מיזוג תדיראן שהגדיל את היקף הפעילות של החברה. תוצאות שנת 2008 הושפעו לטובה מפרויקט הצטיידות קצר טווח ומשמעותי בהיקפו בתחום קו פעילות יבשה עבור צבא ארה"ב. השיפור ברווחיות בשנת 2009 נבע בין השאר מפיחות השקל מול הדולר בשנת 2009 לעומת שנת 2008, אשר הוזיל את ההוצאות השקליות במונחים דולריים. הרווחיות מותנה בחלקה על ידי עלייה בהוצאות המו"פ ובהוצאות המכירה והשיווק ביחס להכנסות, נוכח המאמץ השיווקי המוגבר בשווקי פעילות חדשים.





הרווחיות התפעולית הממוצעת בחמש השנים האחרונות בחברה עמדה על כ- 7.3%. טווח הרווחיות השכיח בתעשייה בשנים האחרונות הינו 6-9%. בשנתיים האחרונות ניכרת מגמה מסוימת של שיפור ברווחיות התפעולית בחלק מהחברות הבולטות בענף. יש לציין עם זאת, כי מרבית החברות בענף גדולות בהרבה מאלבית ושונות בתמהיל פעילותן. יתרה מזו, החברות הגדולות פועלות גם בתחום האזרחי השונה במאפייניו וברווחיותו.

מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

בשנתיים האחרונות מזהה החברה שינוי מבני בתהליך המכירה, שמקורו בהגברת הבקרה על תקציבי הביטחון, המובילה לדרישת הלקוחות להכרה מעמיקה של המערכת ולהעריכה עוד טרם חתימת החוזה. משמעות הדבר לעיתים, הינה הארכת תקופת הפיתוח והשיווק עד לחתימת החוזה מחד, וקיצור זמני האספקה ממועד חתימת החוזה, מאידך. להערכת מידרוג, קשה להעריך את השפעת תהליך זה על הרווחיות העתידית.

#### תזרימי מזומנים חזקים מפעילות לצד עלייה בצורכי ההון החוזר

נוכח הצמיחה המהירה בהיקף הפעילות לצד שיפור הרווחיות, הציגה החברה בשנים האחרונות תזרימי מזומנים תפעוליים חזקים. תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, שהיה חיובי וגבוה בכל אחת מחמש השנים האחרונות, היווה את מקור המימון העיקרי להשקעות השוטפות ולדיבידנד. החוב הפיננסי נצרך בעיקר בהתאם לצורכי ההשקעה ברכישת חברות. התזרימים החופשי (FCF) היה תנודתי לאורך השנים נוכח השקעות ברכישות ומיזוגים.

העלייה בצורכי ההון החוזר בשנתיים האחרונות, בעיקר גידול בימי הלקוחות וירידה במקדמות מלקוחות, נגסה בתזרימי השוטף. לדברי החברה, הירידה במקדמות נובעת משינוי בתהליך ההתקשרות והתשלום בענף התעשייה הביטחונית, הן נוכח המיתון הכלכלי העולמי והן נוכח התקצרות זמן האספקה. על רקע השינוי המבני המתואר לעיל, נרשמה עלייה בירתת הלקוחות בשנת 2009 שנבעה ממספר מצומצם של פרויקטים.

#### אלבית: נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים מפעילות, במיליוני \$

2005	2006	2007	2008	2009	
125	150	207	378	386	EBITDA
111	111	183	335	346	תזרימי מפעילות - FFO
76	90	79	(126)	(136)	ירידה (עלייה) בהון חוזר
187	201	262	209	210	תזרימי מפעילות שוטפת - CFO
(59)	(65)	(106)	(129)	(108)	השקעה ברכוש קבוע
(189)	(32)	(354)	(25)	(178)	רכישת חברות / פעילויות
(22)	(24)	(27)	(33)	(76)	דיבידנד ששולם לבעלי המניות - Div
3	5	1	50	33	תמורה ממימוש השקעות
(83)	80	(226)	23	(42)	תזרימי מזומנים חופשי לאחר רכישת חברות - FCF *
89	87	156	303	270	תזרימי מזומנים פני - RCF

\* אינו כולל תמורה ממימוש השקעות

## רמת מינוף נמוכה יחסית יחסי כיסוי טובים

לחברה היקף חוב פיננסי נמוך יחסית כיום, וכך היה גם במהלך כל השנים האחרונות. מרבית החוב נובע מהלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים. יחס החוב הפיננסי לקאפ עומד על כ-30%. רמת המינוף עלתה בשנת 2007 על רקע צורכי המימון ברכישת תדיראן. בשנת 2008 חלה ירידה לאור צמצום בצורכי ההשקעה ותמורה שהתקבלה ממימוש אחזקות בחברה שאינה בתחום הפעילות של החברה. בשנת 2009 ניכר שוב גידול מסוים בחוב הפיננסי על רקע הרכישות שהחברה ביצעה במהלך השנה. יחסי הכיסוי השוטפים הינם מהירים הן בשל התזרימים החזקים והן בשל רמת החוב המתונה. יחס החוב לתזרים החופשי FCF - מושפע בעיקר ממיזוגים ורכישות ומפגין תנודתיות גבוהה, בהתאם לעיתוי הרכישה. יש לציין כי יחס כיסוי החוב לתזרים החופשי, לאחר מיזוגים ורכישות, מוטה בשנת הרכישה, באופן שהוא מגלם את מלוא החוב בגינה אך לא את מלוא התרומה לתזרים.

### אלביט, יחסי כיסוי

2005	2006	2007	2008	2009	
2.1	1.0	2.2	0.8	1.0	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.4	1.4	2.5	0.9	1.1	חוב פיננסי ל-FFO
neg	1.9	neg	12.5	neg	חוב פיננסי ל-FCF
2.9	1.8	3.0	0.9	1.4	חוב פיננסי ל-RCF
1.3	0.4	0.4	0.0	0.3	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
1.5	0.6	0.5	0.0	0.3	חוב פיננסי נטו ל-FFO
neg	0.8	neg	0.3	neg	חוב פיננסי נטו ל-FCF
1.9	0.8	0.5	0.0	0.4	חוב פיננסי נטו ל-RCF

### נזילות וגמישות פיננסית טובות

נזילות החברה נתמכת בעיקר ביכולתה ליצר תזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת. בנוסף, החברה החזיקה בשנים האחרונות יתרות מזומן בהיקף גבוה יחסית, מרביתן נבעו ממיזוג תדיראן בשנת 2007. יש לציין כי חלק מיתרות המזומנים מצויות בחברות הבנות בארץ ובחול"ל והחברה מנהלת את תנועת המזומנים בין החברות. לחברה גמישות פיננסית, הנגזרת ממרכיב מהותי של נכסים תפעוליים בבעלותה, הכוללים צי כלי רכב בעלות מופחתת של כ-60 מיליון דולר וכן חלק מנכסי הנדל"ן המשמשים כמשרדים בישראל, בשטח בנוי כולל של כ-127 אלף מ"ר. לחברה אין מסגרות אשראי מחייבות מבנקים אולם היא כיום כמעט ואינה מנצלת אשראי לז"ק. החוב הבנקאי אינו מובטח בשעבודים ספציפיים ולבנקים קיים בעיקר שעבוד שלילי על נכסי החברה. לחברה הבת אלישרא שעבוד שוטף על כל נכסיה כנגד ערבויות ביצוע. לחברה התחייבויות חוץ מאזניות בעיקר בגין ערבויות מקדמה וערבויות ביצוע ביתרה של כ-861 מיליון \$ ליום 31/12/2009.

### סיכונים עסקיים ופיננסיים

#### תחרות גבוהה עם ענקיות בתחום

ענף התעשייה הביטחוני הינו תחרותי מאוד, ולצד זאת, ריכוזי מאוד. מגמת המיזוגים והרכישות שאיפיינה את הענף, בייחוד בשנות התשעים של המאה הקודמת, יצרה מספר מצומצם יחסית של חברות ענק, הפרוסות על פני תחומים ומוצרים רבים, ופועלות בכל רחבי העולם. אמנם חסמי הכניסה הינם גבוהים מאוד, אך בו זמנית, הקושי להחליף את היצרן ואת המוצר לאחר החדירה הראשונית ללקוח ומשך החוזים הארוך מעודדים תחרות חריפה בין היצרנים על מכרזים חדשים. אלביט מצידה נדרשת להתמודד מול חטיבות של חברות ענק בעלות גב כלכלי חזק, להן קשר אסטרטגי ורב שנים עם הלקוחות. כחברה קטנה במונחי התעשייה העולמית, יכולתה של אלביט להתחרות בשוק מבוססת על יכולת טכנולוגית גבוהה, ניסיון צבאי מבצעי מוכח, גיוון מוצרים, המאפשר להציע פתרונות משולבים וכן שיטותי פעולה עם שחקניות גדולות ממנה.

### חברה ישראלית המתמודדת בשווקים המאופיינים בהטיה ביתית

ככלל, הלקוחות בענף התעשייה הביטחונית מאופיינים בהעדפה לקבלנים מקומיים. העדפה זו נובעת מגורמים פוליטיים, ביטחוניים, חברתיים וכלכליים. אלביט, כחברה שבסיסה בישראל, הינה ייחודית בתעשייה בכך שרק מיעוט ממכירותיה הינן לשוק הבית. להערכת מידרוג, גורם זה מגביל את יכולת התפתחותה בשווקים מסוימים. החברה מתמודדת עם אתגר זה במספר דרכים: ראשית, כפי שפורט לעיל, החברה חותרת למצב עצמה כחברה רב-לאומית, בעלת זיקה גבוהה לשווקים המקומיים, באמצעות שורה ארוכה של חברות בנות, ובראשן החטיבה האמריקאית. שנית, החברה מקיימת שיתופי פעולה עם חברות מובילות בתעשייה. לבסוף, החברה חותרת באופן מתמיד להרחיב את שווקי הפעילות ולחדור לשווקים בהם היא עשויה לבסס יתרונות דוגמת אסיה, דרום אמריקה ואוסטרליה.

### שיקולים פוליטיים משפיעים על העדפת ממשלות בזמנים מסוימים עלולים לפעול לרעתה של חברה ישראלית

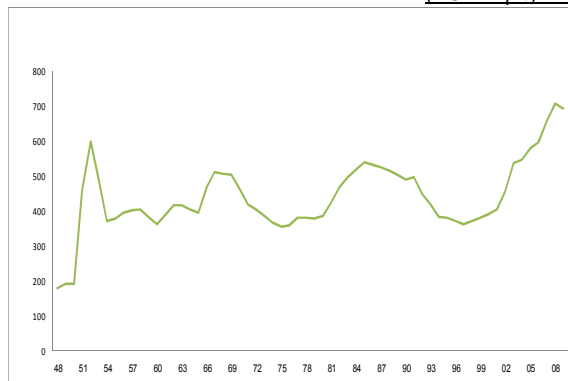
כחברה ישראלית וכקבלנית משנה של תעשיית הביטחון האמריקאית, מנועה אלביט מלפעול במספר שווקים בעולם, אשר, להערכת מידרוג, מחזיקים חלק משמעותי מתקציב הביטחון העולמי. בנוסף, נדרשת אלביט להתמודד מעת לעת עם שינויים באקלים הפוליטי כלפי מדינת ישראל מצד מדינות שונות ברחבי העולם. גם מול אתגרים אלו מתמודדת החברה באמצעות חיזוק הזיהוי הלוקאלי בכל מדינת פעילות. קיים קושי להעריך ולכמת את השפעת השיקולים הפוליטיים על יכולת ההתמודדות של החברה בשווקים השונים. להערכת מידרוג, בשנים האחרונות החברה לא התמודדה עם משברים פוליטיים חריפים ומתמשכים, וככל שאלו יתעוררו, הם עלולים להוות איום על יכולתה התחרותית. לצד זאת, יש לציין כי הפיזור הגיאוגרפי הרחב של פעילות החברה מתן את הסיכון האמור.

### חשיפה למחזוריות ההוצאה הביטחונית בארה"ב ובעולם - האטה בצמיחת התקציבים בשנים הקרובות

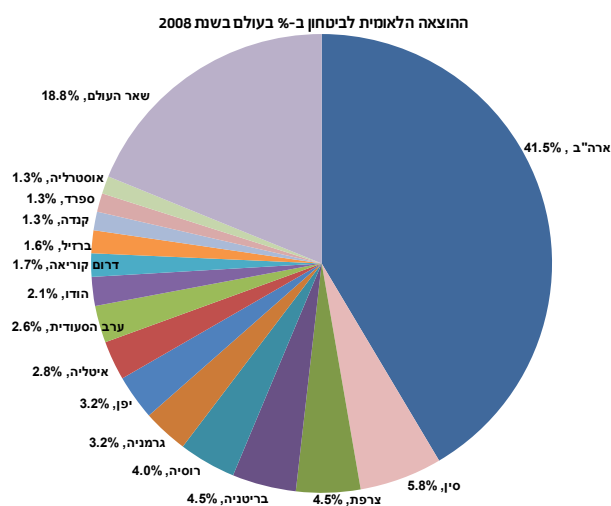
אחד הסיכונים האינהרנטיים של הענף הינו התלות של החברות הפועלות בו בתקציבי הביטחון הממשלתיים. תקציבי הביטחון מאופיינים בתנודתיות גבוהה יחסית, אם כי במחזורים ארוכים. מעבר להשפעה של משברים ביטחוניים ספציפיים, תקציבי הביטחון הם תולדה של פרמטרים אקסוגניים ברובם, המונחים משיקולים כלכליים, חברתיים ופוליטיים. העשורים האחרונים ניתנים לחלוקה לשלושה מחזורים: שנות ה-80, שאופיינו בעלייה חדה בתקציבי הביטחון בארה"ב ובעולם כולו על רקע מדיניות ממשל רייגן והמלחמה הקרה; שנות ה-90 המאוחרות, שאופיינו בירידה חדה בתקציבים על רקע סיום המלחמה הקרה ושנות ה-2000, המאופיינות בגידול משמעותי בתקציבים, נוכח העלייה בהוצאות המדינות למלחמה בטרור והתרחבות במספר מוקדי הסכסוך בעולם, בהם משתתפים צבאות מכל העולם.

תקציב הביטחון של ממשלת ארה"ב לשנים 1948-2009, במיליארדי דולר (מקור: DOD)

תחזית תקציב הביטחון של ממשלת ארה"ב לשנים 2010-2015, במיליארדי דולר (מקור: DOD)



הצרכנית הגדולה בענף התעשייה הביטחונית הינה ממשלת ארה"ב, שמשקלה כ-41.5% מסך ההוצאה העולמית על ביטחון, אשר ב-2008 נאמדה בכ-1.2 טריליון דולר. במהלך העשור האחרון של המאה הקודמת הצטמצם תקציב הביטחון של ארה"ב בכ-22.9%, אך עם תחילת שנות האלפיים, שהביאו עמם צורך בהתחמשות מחודשת נוכח הלחימה בעיראק ואפגניסטן ומלחמה בטרור בינלאומי, אנו עדים לעלייה של 35.7% בתקציב הביטחון. תחזית משרד ההגנה האמריקאי לתקציב הביטחון של ממשלת ארה"ב לשנים הבאות מציגה עלייה ריאלית של כ-1.0% בתקציב הבסיס וירידה בסך התקציב, הכולל גם את התוספת השנתית המתחדשת. מגמת התמתנות בתקציב עלולה להשפיע לשלילה על הכנסות החברה בעתיד. תחומי פעילות החברה, המתמקדים בתחום האלקטרוניקה הצבאית ומהווים את הבסיס של צבאות בעולם המודרני, מהווים הגנה מסוימת מפני השלכות שליליות של התמתנות תקציבי הביטחון, זאת בשונה מחברות שעיקר פעילותן הינו בייצור פלטפורמת כגון טנקים, אוניות מלחמה, מסוקים ואחרים, החשופות יותר לתנודתיות ארוכת הטווח של תקציבי הביטחון.



מקור: Stockholm International Peace Research Institute figures

#### חוזים ארוכי טווח - מרביתם במחיר קבוע

שיטת התמחור העיקרית של החברה הינה חוזים במחיר קבוע. הסיכון האינהרנטי הטמון בתמחור זה הינו החשיפה לשינויים בעלויות בתקופה שבין חתימת החוזה ועד סיום ביצועו. במקרה של סטייה מעלויות שהחברה תמחור בחוזה, היא זו שתצטרך לספוג אותן. במטרה לצמצם את הסיכון הכרוך בשיטה זו החברה נוקטת באמצעי בקרה שונים. בנוסף, השינוי המבני שהתרחש בתהליך המכירה במהלך השנה האחרונה צפוי לשפר את הראות העסקית בעת החתימה ולהקטין במידה מסוימת את הסכנות הכרוכות בחוזה במחיר קבוע.

#### מדיניות מובנית לגידור חשיפה מטבעית

התוצאות הכספיות של החברה מושפעות משינויים בשערי החליפין של המטבעות במדינות הפעילות של החברה. החברה מגדרת את מרבית הכנסותיה שאינן דולריות באמצעות כלים העומדים לרשותה בשוק. בנוסף, החברה מגדרת את ההכנסות השקליות באמצעות גידור טבעי, הנובע מהעובדה שחלק משמעותי של ההוצאות התפעוליות הינו בשקלים כתוצאה ממרכיב שכר גבוה המשולם ברובו בישראל.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקף הרווח שיתבטא בשיפור חד ביחסי הכיסוי תוך ירידה של ממש ברמת המינוף

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לירידה בהיקף ההכנסות העתידיות
  - עלייה משמעותית ופרמננטית ביחס כיסוי החוב הפיננסי נטו ל-EBITDA
  - הרעה ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
  - מדיניות דיבידנד שתחליש את רמת הנזילות ויכולת הפירעון של החברה
- \* אין בגורמים המפורטים לעיל כדי לחייב את החברה לפעול או שלא לפעול בדרך כלשהיא.

## רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (Cap)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הון Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הון - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר: CFE0505101300M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

14

מסמך זה, לרבות פסקה 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 אמינותו 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](http://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 לנכונות 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 לסיכוני 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 צריכה 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 ביעוץ 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.





# **Elbit Systems Ltd.**

## **Initial Rating Report, May 2010**

### **Authors:**

Lina Kantarovich, analyst  
[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

### **Contacts:**

Sigal Issachar, senior team leader  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

Avital Bar Dayan, executive vice-president ,  
head of corporate finance and financial institutions  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## Elbit Systems Ltd.

<b>Rating for New Series</b>	<b>Aa1</b>
------------------------------	------------

The rating was provided for notes that may be issued by Elbit Systems Ltd. ("Elbit" or the "Company"), at a sum of up to 350 million dollars (having nominal NIS value for the date of this report of approximately 1,331 million NIS), which will not be guaranteed by any liens. Terms of the notes have yet not been determined. To the extent the Company will raise capital as mentioned, the Company intends to fully hedge, through a swap transaction, against currency exposure between the NIS notes and the dollar, which is the Company's primary transaction currency. Except for Elisra, the company currently has no specific liens held by its financing banks, and according to Management's assessment at the time of this rating report, there is no need to create specific liens to be held by the banks in the future as well (except for liens that may be created, if required, in connection with liabilities of companies that the Company may acquire in the future).

*This report relates to the structure of the issue, based on the figures communicated to Midroog through May 10, 2010. If changes occur in the issue structure, Midroog will have the right to discuss the rating further and to alter the rating given. Only after a copy of all the final documents relating to the notes has been provided to Midroog will the rating granted by Midroog be considered valid. Midroog will then publish the final rating and a summary of the rating report.*

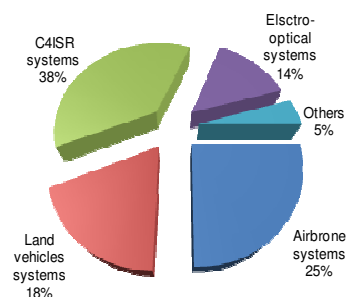
### Company Profile

Elbit Systems Ltd. ("Elbit" or the "Company") is a multinational Israeli company that deals directly and through its held subsidiaries with marketing, development, manufacturing, integration and support of electronic defense systems for military air, land and naval applications. The Company has a wide range of products and systems based on various technologies in the areas of communication, software, computers, control, warning and protection systems. The Company's solutions are multi-disciplinary and include integration of complementary-use products and technologies. The Company activity extends over a large number of projects in about 50 countries worldwide through approximately 40 operating companies. The Company serves both as a prime contractor of solutions for armed forces and governments and as a provider of products and systems for leading manufacturers in the defense industry worldwide.

The four main company areas of operation are as follows:

Airborne Systems - advanced electronic systems for production and upgrading of military aircraft, in the areas of communication, navigation, control, warning and protection. The leading products include cockpit management systems, advanced helmet systems (aiming and data display on the helmets), digital map systems and many others. Also, this business line includes training systems and aircraft training and maintenance.

### Income Distribution by Areas of operation, in Percentages, in 2009





The Company is the prime supplier of airborne helmets for the U.S. Armed Forces in cooperation with another leading manufacturer;

Land Systems - modernization and upgrading of land combat platforms with electronic weapon systems, turret drive systems, moving weapon stations, battle management systems, laser systems for warning and tracking and more. The Company is the IDF's prime contractor for development and upgrading of the Merkava tank throughout all its generations;

C4ISR Systems – integrative solutions of command and control, communications and computers, intelligence and surveillance systems, assisting in battlefield management for air, land and sea missions. The role of the systems is to assist in real-time battlefield management through receiving extensive information from several systems simultaneously, processing the information and displaying it in the most convenient manner to the user. This area of activity has received an increasingly growing interest from governments and armed forces around the world over recent years, and along with other areas of activity has contributed to a significant part of the Company's growth over the last two years, especially with the completion of Tadiran Communications acquisition in April 2007. Another area that belongs to this line of activity and has had a key role in Company activity over recent years, is the unmanned air vehicles (UAV) area. The Company is the major supplier of UAV systems for the State of Israel. The Company also serves as a major supplier of these systems for the U.K. army in cooperation with another leading manufacturer;

Electro-optical Systems - the Company develops and manufactures a wide range of electro-optical products as well as detection and warning products including the use of laser technology as well as thermal imaging technology for military applications in the air, sea, land and space.

Recently the Company has been active in the area of mergers and acquisitions, at a cumulative investment of approximately 800 million dollars over the years 2005-2009. Conspicuous acquisitions are acquisition of 70% of Elisra in 2005, full-control acquisition of Tadiran Communications in 2007 and completing the purchase of the shares of Kinetics in 2009.

The Company employs approximately 11,000 employees, of whom about 8,500 work in Israel, approximately 1,800 in the U.S. and the balance in subsidiaries around the world. Most of the employees are employed through individual employment contracts and approximately 2,000 employees in certain subsidiaries are employed under a number of general collective bargaining agreements. About half of Company employees are technical staff, engineers and management personnel, while the other half includes production workers, HQ and other support employees. The Company develops, manufactures, assembles and tests its products in about 50 sites in Israel, the U.S., Europe and the rest of the world. The Company's facilities are deployed over a space of approximately 417 thousand square meters, mostly in Israel and the U.S.

**Elbit, main financial data, in millions of dollars and percentages**

	FY 2009	FY 2008	FY 2007	FY 2006	FY 2005
<b>Income</b>	2,832	2,638	1,982	1,523	1,070
<b>Gross profit</b>	849	767	516	373	280
<b>Operating profit</b>	262	249	108	92	67
<b>Net profit</b>	215	204	77	72	32
<b>Gross profit %</b>	30.0%	29.1%	26.1%	24.5%	26.1%
<b>Operating profit %</b>	9.3%	9.4%	5.4%	6.0%	6.3%

Millenium Tower, 17 Ha'Arba'a St., Tel-Aviv, Israel 64739 Tel. +972-3-6844700 Fax. +972-3-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<b>EBITDA</b>	386	378	207	150	125
<b>Cash flow from operations FFO</b>	346	335	183	111	111
<b>Fixed property expenditures</b>	108	129	106	65	59
<b>Companies acquisition expenditures</b>	178	25	354	32	189
<b>Total assets in balance</b>	3,054	2,940	2,789	1,773	1,622
<b>Liquid balances</b>	280	278	376	88	97
<b>Debt</b>	389	285	460	153	263
<b>Capital</b>	857	800	556	500	464
<b>Balance Capital as a % of balance sheet</b>	28.1%	27.2%	19.9%	28.2%	28.6%

## Rating Methodology

In determining the Company's rating, Midroog relied on Moody's rating methodology for rating companies in the defense industry. This rating methodology includes four main groups of parameters: business positioning, profitability, leverage, liquidity and cash flow. On the business side the Company is examined by parameters including: measured in turnover volume, diversity based on the various areas of operation and business stability measured by backlog and industry entry barriers. The profitability side includes parameters that measure the average operating profit and its trend over the years and the average net return on assets over time. The financial side includes parameters of leverage level, measured in relation to the financial debt per revenues and operating profit, liquidity level and cash flow ratio to gross and net debt. The weight of each parameter in calculating the weighted rating ranges from 3% to 9%.

## Major Considerations Underlying the Rating

The Company's rating is supported by its business diversity, expressed in a wide range of products, geographical decentralization and a broad customer base. The Company has a focused and proven strategy for developing access to new markets, supporting its revenues decentralization; the rating is also supported by Elbit's technological superiority due to its significant technological assets, close connection with the military and operational system in Israel and sustained high percentage investment in research and development, which contributes to the preservation and enhancement of the technological abilities; according to the Midroog assessment, the Company's assets are strategically valuable for the State of Israel; the Company is successfully strengthening its presence in the global military industry through cooperation with major corporations. This is also contributed to the fact that Elbit activity is focused on electronic defense systems, which constitute a growing segment in the world; the many years of professional management experience led by a multinational company and successful merger and acquisition processes support the high rating; the Company has a relatively low level of leverage, derived from strong cash flows from operations, which constitute the main source for financing its activities; in addition, the rating is supported by a good liquidity level and financial flexibility that is highly admired.

According to the Midroog assessment, the world-wide defense industry relies on the global defense budget, which is characterized by volatility and some moderation is expected during the next few years, after about a decade of sustained increase; the Company deals primarily in foreign markets, with large and established



local companies, taking into account that defense budget allocations are made under a “home basis”, which operates in favor of local companies and by political factors. Alongside the impressive growth in revenues, the Company recorded a backlog growth slowdown – a development that somewhat overshadows the future growth from internal sources; average Company profitability over time is similar to that of the industry. Over the past two years, a considerable improvement was registered, which is not necessarily permanent, and partly supported by a background of macroeconomic parameters; as of the rating-date, no concrete investment plan was provided to Midroog, a fact which makes it difficult to assess the future impact of acquisitions on its business results and coverage ratios.

## **Management and Strategy**

---

### **Broad and Experienced Management**

The Company's senior management includes approximately 20 executive officers, including the Company President and 19 executive vice presidents, some of them head Business Divisions and some operational departments, which provide services to the entire Company. Company Division managers are characterized by significant seniority and experience in their field. Most of them are former military personnel, having many years of executive managerial and operational experience. A large part of the senior staff have advanced within the Company, holding various management positions across the managerial structure. Most of the Company's senior management have also obtained significant experience in marketing roles.

### **Multinational**

The Company is active in dozens of countries worldwide, mostly through subsidiaries. However, the Company's base is in Israel and most of its senior management is composed of Israelis. The Company employs a policy of maintaining the local character in each of the activity countries, along with striving for a unified corporate identity. The local character is expressed by preserving local management and organizational culture, using local subcontractors and maintaining managerial independence in its subsidiaries. Establishing local management was intended, among other factors, to facilitate Elbit's involvement in an industry characterized by preference for local companies over foreign companies. Pursuit of corporate identity is designed to enable Elbit maximize the synergy between various technologies and products and offer comprehensive solutions to the customer. In addition, it is designed to create a commitment of Company employees worldwide to the Company's overall success. Maximizing the synergy between the Divisions along the various geographic units is an increasingly major value as the products and systems portfolio becomes more integrative.

### **Focus on Activities in the Defense Market**

In recent years the Company's management has focused on growing the Company's business activity both through organic growth and through acquisitions, mainly in the defense area or with major overlap points within this area. Midroog assesses that the Company will continue to focus on the defense area in the future.

### **High Investment in R&D Aimed at Ensuring Continuity of Technological Edge**

In recent years the Company has increased its investments in R&D. Investments relate to improving existing systems and product development, in coordination with customers, which are consistent with their operational needs, prototype development of new technologies for demonstrating to customers and



participation in industry exhibitions. The new developments are designed to be used by the Company for future projects in various Divisions and strengthen its technological edge over competitors. One method of future R&D investment is through qualitative manpower, which is one of the Company's strengths. The Company's strategy is to preserve and even expand the work force, even during difficult periods.

### **Expansion through Mergers and Acquisitions**

As previously mentioned, a significant part of Elbit's positioning as a world-leader in the military electronics area is in its ability to identify companies that will open up access to new markets for it and/or provide it with technological advantages over competitors, then making the acquisition and eventually having a successful merger. It is worth noting in particular the acquisition of Tadiran as a significant turning point in Company's development. The Company is expected to continue operating with a similar strategy in the future, while focusing on acquiring companies that will provide the Company access to new markets or strengthen its presence in existing markets. Among others, common merger process risks include: failures in strategic and/or corporate culture adaptation of the acquired company, unreasonable valuation of the transaction and overstating the transaction price. These risks may result in key personnel who leave the acquired company, higher than anticipated merger costs or difficulty in achieving the expected synergy. Elbit performs a structured and prolonged review process prior to the execution of an intended acquisition, through the engagement of professional teams and involvement of corporate staff. The Company faces significant competition for attractive acquisitions, in light of the inherent tendency of large companies in the industry to pursue mergers and acquisitions. Therefore, the competition focuses on the sale price and premium offered by the acquirer on the basis of business potential. During the past decade Elbit has executed a number of prominent acquisitions: Elop in 2000, Elisra in 2005 and Tadiran Communications in 2007; this is in addition to dozens of mergers and acquisitions of relatively small scope. In most acquisitions, the Company successfully met the goals established at the time of the acquisition. However, the Elisra acquisition, for example, illustrates the challenges involved in a merger process that may take a long time.

## **Strengths**

---

### **Business Diversity including a Wide Range of Products, Geographic Deployment and Broad Customer Base**

Company has broad business diversification, expressed in decentralization of products, markets and customers. Business diversity enables the Company to participate in multiple tenders and offer customers a wide range of solutions. Product diversity enables the Company to initiate collaboration with industry manufacturers and strengthen its competitive position. The Company has a wide geographical distribution. Its activity is unique in the global defense industry, so most of its revenues (80%) stem from foreign markets, and this is unlike most of the global defense companies, which market primarily to the domestic market. This feature poses significant business and managerial challenges to the Company, being the defense industry is domestic-market-biased, but opens up fertile ground for cooperation with the large companies, especially in the U.S. and Europe. Company has one major customer at the extent of more than 10%: the Israeli Ministry of Defense (constitutes an average of 20% of revenues in recent years). Another substantial customer is the U.S. government which constituted about 6% of revenues in recent years. Moreover, the customer base is deployed over a broad geographic area.

Millenium Tower, 17 Ha'Arba'a St., Tel-Aviv, Israel 64739 Tel. +972-3-6844700 Fax. +972-3-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## Technological Superiority Stemming, Among Other Factors, from Affinity with the Military Operations

According to the Midroog assessment, one of the Elbit's success factors is the affinity with military operations in Israel. The local geopolitical situation, which requires rapid and high-quality responses to the dynamic needs of the Israeli defense operations, generates significant technological assets for the company, constituting a platform for its development around the world. The operational experience with the Israeli defense operations also contributes to the development and implementation capabilities of Company products and constitutes a major competitive advantage in target markets. The advantage of Elbit being located in Israel is also associated with its exposure to technological and operational personnel from the defense establishments and the institutions of higher education in Israel.

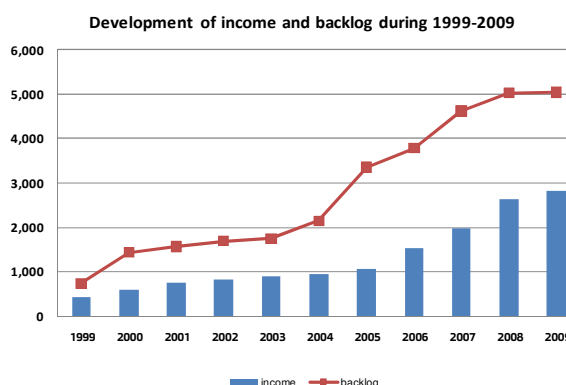
The Company spends about 7-8% of its annual revenues on direct net R&D. Additional R&D expenditure is made as part of customer projects and is referred to the cost of goods sold. The Company's investment rate in R&D is high relative to other companies in the industry, both domestically and worldwide, and this is explained, in part, by the Company's mix of activities and products which is technology-oriented, while some of the competitors operate in the platforms development area and the civil area that are less technology-intensive. Most of the expenditures on R&D by the Company, are self-funded from the Company's own sources and approximately an additional 1% is financed with supporting funds and cooperation from the State of Israel and various R&D funds.

According to Midroog's assessment, the technological assets, combined with continuing investment in R&D, provide the Company with a solid foundation for preserving its position.

## Significant Backlog of Orders that Provides Good Visibility for Two Years Forward

According to Midroog's assessment, a significant backlog of orders is one of the strongest features of the defense industry. Backlog provides industry companies with good business and financial visibility for the medium term. The Company's backlog constitutes an indication of its organic ability to maintain and keep its revenues growing. Backlog development may signal business and technological development in the markets, and enable the Company to prepare for the changes.

In 2005-2008 the Company demonstrated a continuous increase in backlog. Increase moderated in 2009 and as of 31/12/2009 the Company has a backlog of about 5.04 billion dollars, at a similar amount as at the beginning of the year. The backlog stagnation in 2009 reflects, according to the Company's assessment, the slowdown in orders issued by customers, in light of the global economic slowdown and extended selling process and the orders acceptance after that.





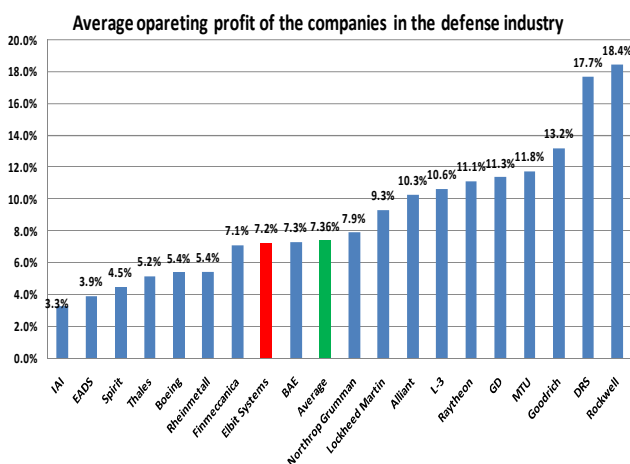


Company backlog-to-income ratio for the end of 2009 stands at approximately 1.8 - slightly lower than the industry average that stands at about 2.0. It should be noted, however, that some of the Company's major competitors also operate in the platform development and production area as well as in civil aircraft production, areas where the Company is not as active, which are characterized by a longer backlog. Backlog recognition methods also vary from one company to another. About 72% of the current backlog is for operations over the years 2010 and 2011.

### Similar Profitability to Industry Range

The Company recorded an increase during the years 2008-2009 due to the change of mix in the Company's areas of operation. The improvement is partly the result of the Tadiran merger that increased the Company's scope of the activities. 2008 results were positively influenced by a short-term and significant-in-scope requisition project of the Land business line for the U.S. Army. The improvement in profitability in 2009 was due, among others, to the NIS devaluation against the dollar in 2009 compared with 2008, which reduced the NIS costs in dollar terms. Profitability is dependent in part on the increase in R&D expenditures and in sale and marketing expenses in relation to revenues, in light of the increased marketing efforts in new activity markets.

The Company's average operating margin over the past five years, stood at approximately 7.3%. The industry common profitability range in recent years is 6-9%. In the last two years a certain trend of improvement in operating profitability was recognized for part of the prominent companies in the industry. It should be noted however, that most of the industry companies are much larger than Elbit and different in their mix of activities. Furthermore, large companies also operate in the civil area which is different in its characteristics and profitability.



Source: Public Financial Statements and Midroog Processing

Over the last two years the Company noted a structural change in its sales process, originating in increasing oversight over the defense budget, which leads to customers' demand for an enhanced understanding of the system and evaluating it before signing the contract. This means, sometimes, an extension of the development and marketing period until the contract is signed on the one hand, and shorter delivery times from contract signing date, on the other. According to Midroog's assessment, it is difficult to assess the impact of this process on future profitability.





### **Strong Cash Flows from Operations Together with an Increase in Working Capital Needs**

In light of the rapid growth in the scope of activities combined with profitability improvement, the Company produced in recent years, strong operating cash flows. Cash flow from operations, which was positive and high in each of the last five years, was the main financial resource for current investment and dividends. The financial debt was needed primarily for investments in acquisition of companies. Free cash flow (FCF) over the years was volatile due to investments in mergers and acquisitions.

Increase in operating working capital needs over the past two years, is attributed mainly to an increase in accounts receivable days and a decrease in advances from customers, negatively impacted current cash flow. According to the Company, the decline in advances stems from a change in the contracting and payment process in the defense industry, due to both the global economic recession and shorter delivery time, due to the structural change described above. An increase in customer balances was recorded in 2009 which resulted from a limited number of projects.

### **Elbit: Main Cash Flows from Operating Data, in Millions of Dollars**

	2009	2008	2007	2006	2005
<b>EBITDA</b>	386	378	207	150	125
<b>Funds from operations - FFO</b>	346	335	183	111	111
<b>Decrease (increase) in working capital</b>	(136)	(126)	79	90	76
<b>Cash flow from current operations - CFO</b>	210	209	262	201	187
<b>Investment in fixed property</b>	(108)	(129)	(106)	(65)	(59)
<b>Companies / acquisition activities</b>	(178)	(25)	(354)	(32)	(189)
<b>Dividend paid to shareholders - Div</b>	(76)	(33)	(27)	(24)	(22)
<b>Proceeds from investments</b>	33	50	1	5	3
<b>Free cash flow after acquisition of companies – FCF *</b>	(42)	23	(226)	80	(83)
<b>Retained cash flow - RCF</b>	270	303	156	87	89

\* Excludes proceeds from investments.

### **Relatively Low Level of Leverage and Good Coverage Ratios**

Company financial debt volume is relatively low today, as it has been throughout recent years. Most of the debt stems from long-term loans from banks. Financial debt-to-capital ratio is around 30%. The leverage level increased in 2007 due to funding needs for the Tadiran acquisition. In 2008 there was a decrease in light of the reduction in the investment needs and returns received from the Company's realization of holdings, which is not within the Company's activity range. In 2009 a certain growth in the financial debt was noted again due to acquisitions the Company made during the year. Current coverage ratios are quick due to both strong cash flows and the moderate debt level. Debt-to-FCF ratio is affected mainly from mergers and acquisitions and demonstrates a high level of volatility, depending on the acquisition's timing. It should be noted that the debt coverage to FCF ratio, after mergers and acquisitions, is biased in the acquisition year, since it includes full attribution of the corresponding debt but not the full contribution of cash.

### **Elbit, Coverage Ratios**

	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Debt to EBITDA</b>	1.0	0.8	2.2	1.0	2.1
<b>Debt to FFO</b>	1.1	0.9	2.5	1.4	2.4
<b>Debt to FCF</b>	neg	12.5	neg	1.9	neg
<b>Debt to RCF</b>	1.4	0.9	3.0	1.8	2.9
<b>Net debt to EBITDA</b>	0.3	0.0	0.4	0.4	1.3
<b>Net debt to FFO</b>	0.3	0.0	0.5	0.6	1.5
<b>Net debt to FCF</b>	neg	0.3	neg	0.8	neg
<b>Net debt to RCF</b>	0.4	0.0	0.5	0.8	1.9

### **Good Financial Liquidity and Flexibility**

The Company's liquidity is supported mainly by its ability to generate strong cash flows from operations. In addition, in recent years the Company held cash balances at a relatively high volume, most of them resulting from the Tadiran merger in 2007. It should be noted that some of the cash balances are placed in both Israeli and overseas subsidiaries, and the Company manages the cash movement between the companies. The Company has additional financial flexibility, derived from certain components of fixed operating assets it owns, including a fleet of vehicles at a net (depreciated) value of about 60 million dollars and some of its real estate assets used primarily as offices in Israel, of approximately 127 thousand square meters. The Company has no obligated credit lines from banks, but it currently almost does not utilize short-term credit. Bank debt is not guaranteed by specific liens and banks maintain mainly a negative pledge on Company assets. The Elisra subsidiary has a floating charge on all of its assets against performance guarantees. The Company's balance of off-balance sheet liabilities is mainly due to advanced payment and performance guarantees at a balance of 861 million dollars as of December 31, 2009.

## **Business and Financial Risks**

### **Intensive Competition with Industry Giants**

The defense industry is very competitive, and along with it, very centralized. The mergers and acquisitions trend that characterized the industry, especially in the nineties of the previous century, has created a relatively small number of giant companies, spread across many areas and products, and operating all over the world. Entry barriers are very high, but at the same time, the difficulty to replace the manufacturer and the product after the initial penetration with the customer and the long duration of the contracts, encourage intense competition among manufacturers on new tenders. Elbit is required to compete with divisions of huge companies with strong financial backing, which have strategic and multi-year relationships with customers. As a small company in terms of the global industry, Elbit's ability to compete in the market is based on its high technological ability, proven operational military experience and product diversity, which allows offering integrated solutions and collaborations with larger players.



### **An Israeli Company Competing in Domestic-Biased Markets**

In general, customers in the defense industry are characterized by a preference for local contractors. This preference stems from political, defense, social and economic reasons. Elbit, as company based in Israel, is unusual in the industry since only a minority of its sales is for the domestic market. According to Midroog's assessment, this factor limits its development capacity in some markets. The Company is dealing with this challenge in several ways: first, as discussed above, the Company strives to position itself as a multinational company, with a high affinity to domestic markets, through a large number of subsidiaries, headed by those in the United States. Second, the Company established joint ventures with leading companies in the industry. Finally, the Company continually strives to expand its markets of activity and penetrate markets where it may consolidate benefits, such as Asia, South America and Australia.

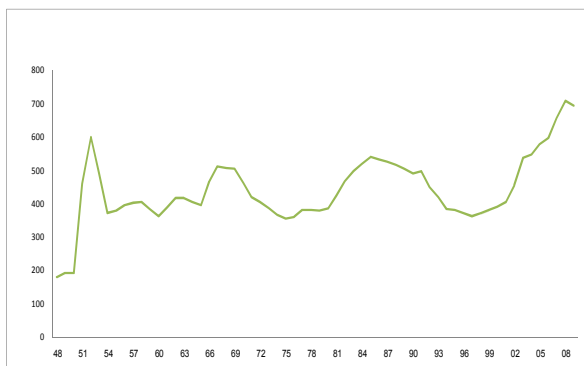
### **Political Considerations Affect Governmental Preferences and at Certain Times May Cause Detriment to an Israeli Company**

As an Israeli company and subcontractor of the U.S. defense industry, Elbit is prevented from operating in several markets in the world, which, according to the Midroog assessment, hold a significant part of the global defense budget. In addition, Elbit is required periodically to deal with changes in the political climate toward Israel from various countries worldwide. Even in light of these challenges, the Company is coping by strengthening its local identification in each country of activity. It is difficult to assess and quantify the impact of political considerations on the Company's coping ability in the various markets. According to the Midroog assessment, in recent years the Company did not have to cope with prolonged severe political crises, and as these arise, they may pose a threat to its competitive ability. At the same time, it should be noted that the wide geographic dispersal of the Company's activities moderates the risk in question.

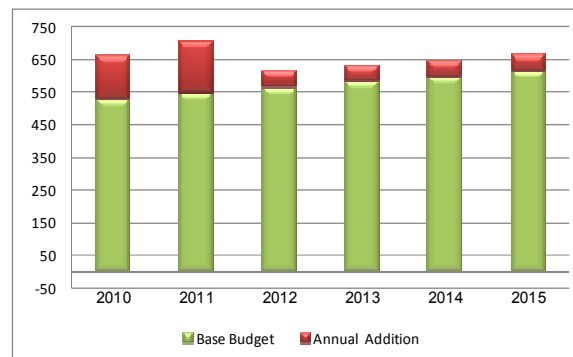
### **Exposure to the U.S. and Global Defense Expenditure Cycle - Slowing Growth in Future Budgets**

One of the inherent industry risks is the dependence of companies on government defense budgets. Defense budgets are characterized by relatively high volatility, although in long cycles. Beyond the impact of specific defense crises, defense budgets are the result of mostly external factors, derived from economic, social and political considerations. Recent decades can be divided into three cycles: '80s, characterized by a sharp rise in U.S. and global defense budgets due to the Reagan Administration policy and the Cold War; the late '90s, characterized by a sharp decline in budgets due to the end of the Cold War; and the 2000s, characterized by a considerable increase in budgets, due to the increase in countries' expenditures for the war against terrorism and the expansion of the number of conflict points worldwide, involving defense forces from around the globe.

U.S. Government Defense Budget for the years 1948 to 2009, in Billions of Dollars (Source: DOD)

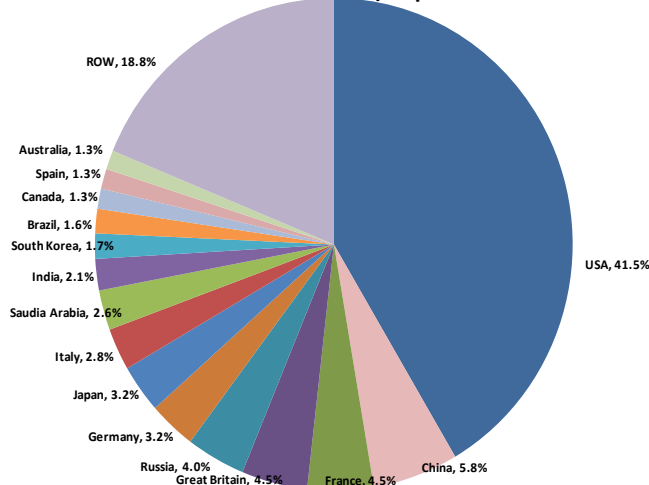


U.S. Government Defense Budget for the years 2010 to 2015, in Billions of Dollars (Source: DOD)



The largest consumer in the defense industry is the U.S. government, constituting approximately 41.5% of total global expenditures on defense, which in 2008 was estimated at 1.2 trillion dollars. Over the last decade of the last century, the U.S. defense budget was reduced by about 22.9%, but with the beginning of the new millennium, which brought with it a need for re-arming due to the war in Iraq and Afghanistan and fighting international terrorism, we have witnessed an increase of 35.7% in the defense budget. The U.S. DOD forecast for the U.S. government defense budget for the coming years shows a real increase of approximately 1.0% in the base budget and a decrease in the total budget, which includes the annual renewal addition. A moderation trend in the budget may adversely affect Company future revenues. The Company's areas of activity that focus on the military electronics field and constitute the basis of defense forces in the modern world, constitute a certain protection against negative consequences of defense budget moderation, and this is a distinction from companies whose main activity is in platforms production such as tanks, warships, helicopters and others, which are more exposed to long-term volatility in the defense budgets.

Global Distribution of Military Expenditure in 2008



Source: Stockholm International Peace Research Institute figures

### **Long-term Contracts - Most of them at a Fixed Price**

The main Company pricing method is fixed-price contracts. The inherent risk contained in this pricing is the exposure to cost changes in the period between contract signing and its performance completion. In case of changes from the costs the Company priced in the contract, it would have to absorb them. In order to reduce the risk involved in this method the Company is taking various control measures. In addition, the structural change that took place in the selling process last year is expected to improve business visibility at signing and reduce somewhat the risks involved in a fixed price contract.

### **Structured Policy for Hedging Currency Exposure**

The Company's financial results are affected by changes in exchange rates of currencies in the Company's countries of activities. The Company hedges most of its non-dollar revenues using tools at its disposal in the market. In addition, the Company hedges its NIS revenues through a natural hedge, due to the fact that a significant portion of operating expenses is in NIS as a result of the high wage component paid mostly in Israel.

## **Rating Outlook**

---

### ***Factors likely to upgrade the rating:***

- A significant and permanent increase in profit volume which will be reflected in a sharp improvement of coverage ratios through a substantial decrease in the leverage level.

### ***Factors likely to downgrade the rating:***

- Permanent backlog reduction that will decrease future scope of earnings.
- Significant and permanent increase in net financial debt coverage to EBITDA ratio.
- Decrease of the financial liquidity and flexibility level.
- Dividend policy that would weaken the liquidity level and the company's solvency.

\* None of the above factors can obligate the Company to act or not act in any way.

### Basic Financial Terms

<b>Interest Expenses</b>	Financing expenses (from the profit and loss statement)
<b>Cash flow interest expenses</b> <b>Cash Interest</b>	Financing expenses from the profit and loss statement after adjustments for non-cash flow financing expenses from the cash flow statement
<b>Operating profit</b> <b>EBIT</b>	Pre-tax profit + financing + non-recurring expenditures/profits
<b>Operating profit before amortization</b> <b>EBITA</b>	EBIT + amortization of intangible assets
<b>Operating profit before depreciation and amortization</b> <b>EBITDA</b>	EBIT + depreciation + amortization of intangible assets
<b>Operating profit before depreciation, amortization, rent and operational leasing</b> <b>EBITDAR</b>	EBIT + depreciation + amortization of intangible assets + rent + operational leasing fees
<b>Assets</b>	Company's total balance sheet assets
<b>Financial debt</b> <b>Debt</b>	Short term debt + current maturities of long-term loans + long-term debt + liabilities on operational leasing
<b>Net financial debt</b> <b>Net Debt</b>	Debt - cash and cash equivalents – long-term investments
<b>Capital base</b> <b>Capitalization (CAP)</b>	Debt + total shareholders' equity in balance sheet (including minority interests) + long-term deferred taxes in balance sheet
<b>Capital Expenditures (Capex)</b>	Gross investments in equipment, machinery and intangible assets
<b>Funds from Operations (FFO)*</b>	Cash flow from operations before changes in working capital and before changes in other assets and liabilities items
<b>Cash Flow from Operations (CFO)*</b>	Cash flow from operating activity according to consolidated cash flow statements
<b>Retained Cash Flow (RCF)*</b>	Funds from operations (FFO) - dividends paid to shareholders
<b>Free Cash Flow (FCF) *</b>	Cash flow from operating activity (CFO) - Capex - dividends

\* Note that in statements prepared according to IFRS, payments and receipts of interest, tax and dividends received from investees will be included in the calculation of operating cash flow, even if they are not entered in the CFO.

### Obligations Rating Scale

<b>Investment grade</b>	Aaa	Obligations rated Aaa are those that, in Midroog's judgment, are of the highest quality and involve minimal credit risk.
	Aa	Obligations rated Aa are those that, in Midroog's judgment, are of high quality and involve very low credit risk.
	A	Obligations rated A are considered by Midroog to be in the upper-end of the middle rating, and involve low credit risk.
	Baa	Obligations rated Baa are those that, in Midroog's judgment, involve moderate credit risk. They are considered medium grade obligations, and could have certain speculative characteristics.
<b>Speculative Investment</b>	Ba	Obligations rated Ba are those that, in Midroog's judgment, contain speculative elements, and involve a significant degree of credit risk.
	B	Obligations rated B are those that, in Midroog's judgment, are speculative and involve a high credit risk.
	Caa	Obligations rated Caa are those that, in Midroog's judgment, have weak standing and involve a very high credit risk.
	Ca	Obligations rated Ca are very speculative investments, and are likely to be in, or very near to, a situation of insolvency, with some prospect of recovery of principal and interest.
	C	Obligations rated C are assigned the lowest rating, and are generally in a situation of insolvency, with poor prospects of repayment of principal and interest.

Midroog applies numerical modifiers 1, 2 and 3 in each of the rating categories from Aa to Caa. Modifier 1 indicates that the bond ranks in the higher end of the letter-rating category. Modifier 2 indicates that the bonds are in the middle of the letter-rating category; and modifier 3 indicates that the bonds are in the lower end of the letter-rating category.



Report No.: CIE050510350M

Midroog Ltd., Millennium Tower, 17 Ha'Arba'a Street, Tel-Aviv 64739

Tel: 03-6844700-03, Fax: 03-6855002-03, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**© Copyright 2010, Midroog Ltd. ("Midroog"). All rights reserved.**

This document (including the contents thereof) is the property of Midroog and is protected by copyright and other intellectual property laws. There is to be no copying, photocopying, reproduction, modification, distribution, or display of this document for any commercial purpose without the express written consent of Midroog.

All the information contained herein on which Midroog relied was submitted to it by sources it believes to be reliable and accurate. Midroog does not independently check the correctness, completeness, compliance, accuracy or reliability of the information (hereinafter: the "information") submitted to it, and it relies on the information submitted to it by the rated Company for assigning the rating.

The rating is subject to change as a result of changes in the information obtained or for any other reason, and therefore it is recommended to monitor its revision or modification on Midroog's website [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). The ratings assigned by Midroog express a subjective opinion, and they do not constitute a recommendation to buy or not to buy bonds or other rated instruments. The ratings should not be referred to as endorsements of the accuracy of any of the data or opinions, or attempts to independently assess or vouch for the financial condition of any company. The ratings should not be construed as an opinion on the attractiveness of their price or the return of bonds or other rated instruments. Midroog's ratings relate directly only to credit risks and not to any other risk, such as the risk that the market value of the rated debt will drop due to changes in interest rates or due to other factors impacting the capital market. Any other rating or opinion given by Midroog must be considered as an individual element in any investment decision made by the user of the Information contained in this document or by someone on his behalf. Accordingly, any user of the information contained in this document must conduct his own investment feasibility study on the Issuer, guarantor, debenture or other rated document that he intends to hold, buy or sell. Midroog's ratings are not designed to meet the investment needs of any particular investor. The investor should always seek the assistance of a professional for advice on investments, the law, or other professional matters. Midroog hereby declares that the Issuers of bonds or of other rated instruments or in connection with the issue thereof the rating is being assigned, have undertaken, even prior to performing the rating, to render Midroog a payment for valuation and rating services provided by Midroog.

Midroog is a 51% subsidiary of Moody's. Midroog's rating process is entirely independent of Moody's and Midroog has its own policies, procedures and independent rating committee; however, its methodologies are based on those of Moody's. For more information on Midroog's rating process, please see the relevant pages of this website.