

# רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | מאי 2025

## אנשי קשר:

חיריעני, רו"ח  
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[hriany@midroog.co.il](mailto:hriany@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידים  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

|                      |        |                  |
|----------------------|--------|------------------|
| דירוג מנפיק          | Aaa.il | אופק דירוג: יציב |
| דירוג סדרות          | Aaa.il | אופק דירוג: יציב |
| דירוג נייר ערך מסחרי | P-1.il | -                |

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aaa.il למנפיק ולאגרות חוב (סדרות ג', ד', ה') שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (להלן: "רפאל" או "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לנייר ערך מסחרי (סדרה 3) שהנפיקה החברה למשקיעים מוסדיים בסך של עד 100 מ' דולר (כ-0.4 מיליארד ש"ח) ערך נקוב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג  | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|--------|------------|------------------|
| ג'        | 1140276       | Aaa.il | יציב       | 15/09/2034       |
| ד'        | 1140284       | Aaa.il | יציב       | 15/09/2034       |
| ה'        | 1140292       | Aaa.il | יציב       | 15/03/2026       |
| נע"מ 3    | 1220219       | P-1.il | -          | *                |

\* הנע"מ (סדרה 3) אינו סחיר והונפק למשקיעים מוסדיים. סך הנע"מ המונפק עומד על כ-100 מ' דולר ערך נקוב. הנע"מ הינו לתקופה של 90 ימים עם אופציות הארכה עד מרץ 2030. הנע"מ ניתן לקריאה לפירעון מיידי בכל עת בהתראה מראש של 7 ימי עסקים.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג המנפיק ואגרות החוב Aaa.il מגלם: (1) הערכת אשראי בסיסית Aa2.il (Baseline Credit Assessment - BCA) שהינה הערכת מידרוג לאיתנות הפיננסית הפנימית של החברה, בהיעדר תמיכה מיוחדת מהמדינה; (2) הטבה דירוגית של 2 נוספים בשל הערכתנו לסבירות "גבוהה מאוד" לתמיכה בחברה מצד המדינה, המחזיקה בה בבעלות מלאה, לצד הערכתנו לקורלציה "גבוהה מאוד" בין סיכון האשראי של החברה לזה של המדינה, בהתאם לקריטריונים שמידרוג בוחנת על פי המתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למדינה.
- הערכת האשראי הבסיסית נתמכת במיצוב עסקי מוביל ויתרונות יחסיים בולטים בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם, ובפרט, ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים, פודים אלקטרו-אופטיים ומערכות מיגון לרק"מ. כמחצית מהמכירות והצבר הינן לשוק המקומי, שיעור גבוה יחסית לחברות הביטחוניות האחרות בארץ, כשמכירות החברה לחו"ל הינן בפיזור לטריטוריות גאוגרפיות שונות, הכוללות שווקים מפותחים ומתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. חשיבותה האסטרטגית של רפאל למשהב"ט ולמדינת ישראל הינה רבה, ובפרט מאז פרוץ מלחמת "חרבות ברזל". מידרוג אף מקנה משקל נוסף למעמד העסקי הבולט של החברה וליכולותיה הטכנולוגיות יוצאות הדופן, מעבר למשתקף במטריצת הדירוג.
- המשך גידול בתקציבי ביטחון ממשלתיים על רקע מתיחות גיאופוליטית גוברת בישראל ובעולם נותנים רוח גבית לענף התעשייה הביטחונית, ובעיקר מאז פרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה בשנת 2022 ואל תוך מלחמת חרבות ברזל שפרצה באוקטובר 2023. ביולי 2024 אשררה מודי'ס אופק חיובי לענף התעופה והביטחון ((Aerospace and Defense)<sup>1</sup>, עם צפי לצמיחה בהכנסות החברות הגדולות בענף של כ-7% בממוצע בשנים 2024-2025.
- צבר ההזמנות של החברה הסתכם ליום 31.12.2024 בכ-65 מיליארד ש"ח, גידול של כ-23.5% לעומת שנת 2023. הגידול בצבר תומך בנראות ההכנסות, שהסתכמו בשנת 2024 בכ-17.8 מיליארד ש"ח, לעומת כ-14 מיליארד ש"ח בשנת 2023. אנו מעריכים כי הכנסות החברה יצמחו בשנת 2025 אם כי בשיעור מתון ביחס לשנתיים-שלוש האחרונות, שהתאפיינו

<sup>1</sup> Outlook remains positive despite lingering post-pandemic problems, July 2024

בגידולים חדים במכירות לאירופה ולישראל, ויסתכמו בכ-20-19 מיליארד ש"ח. יחס צבר להכנסות, שנע לאורך זמן בטווח של כ-3.0-2.5, ימשיך להערכתנו להיות גבוה ואף יחצה טווח זה.

• שיעורי הרווחיות של החברה נמוכים ביחס לדירוג, ומושפעים, בין היתר, מצורכי הוצאות מו"פ גבוהים בענף, וכן מחשיפת החברה למכירות למשהב"ט, המתאפיינות בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית. שיעור הרווח התפעולי של החברה הסתכם בשנת 2024 בכ-5.2%, וכלל, בין היתר, הפסד בשל שינוי אומדן בפרויקט בחו"ל. אנו מעריכים כי שיעור הרווחיות יוותר בטווח של כ-5.2%-5.7% בשנת 2025.

• תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, את ההנחות הבאות: (1) המשך מגמת הביקושים בענף המקומי ובאירופה; (2) צמיחה של כ-6%-8% בצבר ההזמנות; (3) שמירה על תמהיל מכירות ישראל/חו"ל בדומה לשנת 2024; (4) שמירה על שיעורי רווחיות דומים, תוך עלייה בהוצאות המו"פ; (5) השקעות הוניות בהיקף של כ-2.6-2.0 מיליארד ש"ח (כולל הערכתנו למיזוגים ורכישות בהיקף של כ-0.5 מיליארד ש"ח וכולל פירעון התח' בגין חכירה), אשר יתמקדו בהגדלת תשתיות ייצור; (6) גידול מתון בהוצאות המימון נטו כתוצאה מגידול בחוב נטו; (7) חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-50% מהרווח הנקי של שנת 2024 בנוסף לסכום שחולק במרץ 2025 בגין רווחי 2023-2019; (8) המשך שמירה על יתרות נזילות גבוהות, לרבות מסגרות אשראי חתומות שאינן מנוצלות. יצוין, כי תרחיש הבסיס של מידרוג כולל גם תרחישי רגישות בנוגע לצורכי ההון החוזר של החברה, אשר מתאפיינים בתנודתיות ואי-ודאות, ובפרט נוכח עיכובים בתשלומים ממשלהב"ט.

• בהתאם לתרחיש הבסיס, אנו מעריכים EBITDA בהיקף של כ-1.7-1.9 מיליארד ש"ח (לעומת כ-1.6 מיליארד ש"ח בשנת 2024), ויחס חוב ל-EBITDA צפוי להסתכם בכ-2.1-2.5 (2.1 בשנת 2024) כשבמקביל לגידול ב-EBITDA אנו מניחים כאמור גידול בחוב נטו, בעיקר בשל השקעות הוניות גבוהות וצורכי הון חוזר משמעותיים. יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו צפוי להערכתנו להסתכם בכ-8.5-10.0, לעומת 11.0 בשנת 2024.

• יחס הון למאזן של החברה הסתכם ליום 31.12.2024 בכ-21.5%. בהתאם לתרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי יחס זה יסתכם בכ-21%-23%, כשצבירת הכרית ההונית תלויה, בין היתר, בהיקף הדיבידנד שיחולק בפועל בגין 2024.

• **דירוג לזמן קצר P-1.il** ננע"מ מתבסס על דירוג המנפיק לזמן ארוך ועל תחזית מקורות ושימושים של מידרוג לתקופה של 12 חודשים. תרחיש הבסיס של מידרוג לגבי אומדן המקורות והשימושים של החברה מיום 31.12.2024 נשען, בין היתר, על מקורות הכוללים יתרות נזילות ליום 31.12.2024 בסך של כ-4.8 מיליארד ש"ח ומסגרות אשראי פנויות חתומות בסך של כ-1 מיליארד ש"ח, יחד עם תזרים מפעילות שוטפת הנתון לתנודות השינויים בהון החוזר, ומנגד שימושים הכוללים פירעונות חוב פיננסי, השקעות הוניות, וחלוקת דיבידנד. כמו כן, מבוסס דירוג הנע"מ על הצהרת החברה כי בכל נקודת זמן לאורך חיי הנע"מ תשמור החברה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי מחייבות פנויות בהיקף שלא יפחת מסכום הנע"מ, זאת על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו לשמירת מיצובה העסקי הגבוה של החברה, תוך שמירה על יציבות ביחסים הפיננסיים, וכן את הערכתנו לגבי שמירה על רמת סבירות גבוהה מאוד לתמיכת מדינה במידת הצורך.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל 3.0 לאורך זמן
- ירידה בהערכתנו לתמיכה חיצונית מהמדינה במידת הצורך

## רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

| 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   |                                         |
|-------|-------|--------|--------|--------|-----------------------------------------|
| 9,454 | 9,931 | 11,638 | 14,016 | 17,846 | הכנסות                                  |
| 5.6%  | 5.0%  | 5.0%   | 5.7%   | 5.2%   | שיעור רווח תפעולי לפני הכ/הוצ' אחרות    |
| 1,054 | 2,450 | 2,515  | 4,346  | 4,770  | יתרות נזילות (מזומנים ותיק ני"ע)        |
| 30.7% | 27.3% | 23.7%  | 21.5%  | 21.5%  | הון עצמי / סך מאזן                      |
| 2.4   | 3.5   | 3.1    | 2.3    | 2.1    | חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA *       |
| 11.8  | 7.5   | 5.3    | 6.1    | 11.0   | רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו מותאמות ** |

\* חוב פיננסי מותאם כולל, בין היתר, התחייבות בגין חכירה.

\*\* הוצאות מימון נטו הינן בנטרול השפעות גידור, הפרשי שע"ח ושינויים בשווי הון של ני"ע.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### הטבה דירוגית נוכח סבירות "גבוהה מאוד" לתמיכת מצד בעלת המניות לצד הערכתנו לקורלציה "גבוהה מאוד" בין סיכון האשראי של החברה לזה של המדינה

דירוג המנפיק ואגרות החוב Aaa.il זוכה להטבה דירוגית מעבר להערכת האשראי הבסיסית (BCA) לחברה Aa2.il בשל הערכת מידרוג לסבירות "גבוהה מאוד" לתמיכה בחברה מצד המדינה, המחזיקה בה בבעלות מלאה, לצד הערכת מידרוג לקורלציה "גבוהה מאוד" בין סיכון האשראי של החברה לזה של המדינה. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לדירוג מנפיק קשור למדינה, הערכת מידרוג לסבירות התמיכה ברפאל נשענת על השיקולים הבאים: 1. התעשייה הביטחונית בישראל מהווה נדבך חשוב בדוקטרינת הביטחון הלאומי של ישראל ובעלת חשיבות לאומית אסטרטגית; 2. מעמדה האסטרטגי הבכיר של החברה, אשר מאופיינת בפרופיל טכנולוגי מתקדם ומוביל ברמה בינלאומית ובעלת נכסים ופתרונות אסטרטגיים לאיומים בפניהם ניצבת המדינה והיותה של המדינה לקוח מרכזי של רפאל; 3. כמי שמחזיקה בבעלות ובשליטה מלאה בחברה, המדינה הינה בעלת השפעה על אסטרטגיית החברה ועל מינוי הדירקטוריון ואנשי המפתח בחברה; 4. טרק רקורד של תמיכה שניתנה לחברות ממשלתיות בתחום התעשייה הביטחונית בישראל (אם כי לא לרפאל עצמה). בד בבד, הסבירות לתמיכה מוחלטת במידת מה בשל היעדר ערבות פורמלית או משתמעת לאגרות החוב.

### המשך גידול בתקציבי ביטחון ממשלתיים על רקע מתיחות גיאופוליטית גוברת נותנים רוח גבית לענף התעשייה הביטחונית, המאופיין בחוזים ממשלתיים ארוכי טווח וחסמי כניסה גבוהים

היקף הפעילות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורלציה גבוהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית בשל משך תהליכי הפיתוח והרכש. שינויי מגמה עלול להתרחש, בין היתר, כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, או מנגד, משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי ממשלות. החברות בענף מתמודדות עם דרישות גוברות מצד הלקוחות למוצרים ייחודיים והתאמות אישיות הדורשים מהחברות לגידול בתקציבי המו"פ העצמי של החברות. שרשרת האספקה בענף מורכבת יחסית, בין היתר נוכח תלות בספקי משנה, העלולים להוות צוואר בקבוק בתהליכי ייצור. הרחבת מעגל הספקים ומיקור החוץ לצורך הגדלת ושיפור כושר הייצור מקבלת משנה תוקף בסייקלים חיוניים המאופיינים בצמיחה מהירה בביקושים מצד הלקוחות. כמו כן, ניהול שרשראות אספקה גלובליות, הכוללות שינוע בין-יבשתי, כרוך ברובד מורכבות נוסף, לרבות שיבוסים בנתיבי סחר, ניהול הסכמים מול ספקים זרים או רכישת פעילויות בחו"ל. פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, יוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בעלויות ולכושר ניהול הפרויקטים באופן הדוק.

הענף מתאפיין, בין היתר, במרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בהיקפי הפעילות ופוגמים בגמישות התפעולית; מקדמות מלקוחות מסוימים שתורמים למאפייני הנזילות, כאשר מנגד, צורכי הון

חוזר תגודתיים; חסמי כניסה גבוהים הכוללים יתרון למתחרים ותיקים ובעלי ידע ויכולות ייחודיים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מידע ויכולות טכנולוגיות הגלומות בפעילות.

המתיחות הגאו-פוליטית בעולם הולכת וגוברת בשנים האחרונות על רקע אירועים הכוללים, בין היתר, את פרוץ מלחמת רוסיה-אוקראינה בשנת 2022, המתיחות בין סין ושכנותיה, ובזירה המקומית את מלחמת חרבות ברזל שפרצה ב-7 באוקטובר 2023. מתיחות זו מובילה להגדלה משמעותית של תקציבי הביטחון על-ידי מדינות רבות בעולם. מסקירה של IISS<sup>2</sup>, עולה כי הוצאות הביטחון הגלובאליות (מצרפי) בשנת 2024 הסתכמו בכ-2.46 טריליון דולר, לעומת 2.24 טריליון דולר בשנת 2023, כאשר עיקר הצמיחה הינה באירופה ובמזרח התיכון וצפון אפריקה (MENA), יחד עם מדינות מסוימות באסיה. הצמיחה הריאלית בתקציבי הביטחון באירופה (כ-11.7%) נתמכת באופן משמעותי מהגידול בתקציב הביטחון הגרמני (כ-23.2%), במקביל לתקציבים של רוסיה ואוקראינה. תקציבי הביטחון באירופה צומחים כבר בשנה העשירית ברציפות, נוכח מתיחות גוברת שהחלה עם פלישת רוסיה לחצי האי קרים בשנת 2014, והתגברה כאמור עם פריצת מלחמת רוסיה-אוקראינה. בתוך כך, במרץ 2025 אישר הפרלמנט הגרמני הגדלה חסרת תקדים לתקציב הביטחון, תוך ביטול מגבלות גיוס חוב לצורכי השקעות בביטחון. התוכנית שאושרה כוללת תקציב בגובה של כ-500 מיליארד אירו שיושקעו לאורך 12 שנים, ומטרתה חיזוק וריענון התשתית הביטחונית המיושנת של גרמניה. צעד זה מגיע לאחר שמוקדם יותר באותו חודש הציעה הנציבות האירופית להקל על מגבלות ההוצאות הממשלתיות בתחום הביטחון, בין היתר על רקע לחצים מצד נשיא ארה"ב דונלד טראמפ להיערכות מדינות אירופה לאפשרות תקיפה מצד רוסיה, תוך הסטת תשומת הלב הביטחונית של ארה"ב מזרחה לכיוון סין.

ביוני 2024 אשררה מוד"ס אופק חיובי לענף התעופה והביטחון (Aerospace and Defense)<sup>3</sup>, עם צפי לצמיחה בהכנסות החברות הגדולות בענף של כ-7% בממוצע בשנים 2024-2025. האופק החיובי נתמך, בין היתר, בצברי הזמנות השווים לכ-5-2 שנים בענף הביטחון, אשר נובעים מביקושים גוברים לציוד ביטחוני ולחידושי מלאים. במוד"ס מציינים כי תקציבי הביטחון העיקריים צפויים להמשיך לצמוח בכ-2%-4% בממוצע במהלך החציון השני של 2024 ושנת 2025, וזאת על-אף סטגנציה בתקציב הביטחון האמריקאי. מנגד, כפי שמוד"ס מציינים בדוח, ומרחיבים בדוח עוקב מאוקטובר 2024<sup>4</sup>, האתגרים העיקריים של החברות בתעשייה ימשיכו להתמקד בנושא שרשראות האספקה, ובעיקר סביב כוח אדם ורכיבים. מהדוח עולה, כי תפוקות כוח האדם בענף טרם חזרו לרמות של לפני מגיפת הקורונה, כתוצאה מאיבוד ידע רב ומשך הזמן הארוך שנדרש להכשרה והתמקצעות בתחום. בנוסף, מורכבות שרשראות האספקה עודנה גבוהה, בין היתר בשל השילוב בין הנטייה לריכוז ספקים ורכיבים שונים, אל מול העובדה כי רכיבים רבים מסופקים על-ידי ספקי נישא ללא חלופות רבות. בכך, אותם ספקי נישא נדרשים להגדלת כושר הייצור ועלולים ליצור צווארי בקבוק, איתם החברות בענף מתמודדות.

### הפרופיל העסקי של החברה נתמך בבידול טכנולוגי ובמובילות שוק בתחום הטילים וההגנה האקטיבית

הערכת האשראי הבסיסית של רפאל נתמכת בפרופיל עסקי חזק, המתבטא, בין היתר, ביכולות טכנולוגיות בולטות וייחודיות המוכחות בשדה הקרב, וכן פיזור גיוון מוצרים תחת שלוש חטיבות עיקריות - הגנה אווירית, אוויר ומודיעין, ים ויבשה. היקף פעילות החברה רחב וגדל משמעותית נוכח המצב הגיאופוליטי בישראל ובאירופה.

פיזור ההכנסות של החברה נמוך ומוגבל יחסית, כאשר משרד הביטחון מהווה כמחצית מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות. ריכוזיות זו יוצרת חשיפה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי בכלל, ולמגבלת התקציב של משרד הביטחון, בפרט. בד בבד, מידרוג מעריכה כי לחברה פוטנציאל צמיחה משמעותי מול מדינות מתפתחות וכן אל מול מדינות באירופה נוכח הביקושים הגבוהים לחימוש וציוד צבאי לאור המתח הגיאופוליטי שנוצר ביבשת בעקבות מלחמת רוסיה-אוקראינה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה נמוכה לסיכון אשראי לקוחות, שרובם גופים ממשלתיים ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח.

<sup>2</sup> Global defence spending soars to new high, February 2025

<sup>3</sup> Outlook remains positive despite lingering post-pandemic problems, July 2024

<sup>4</sup> Supply chain, labour, to remain primary hurdle to profit growth, October 2024

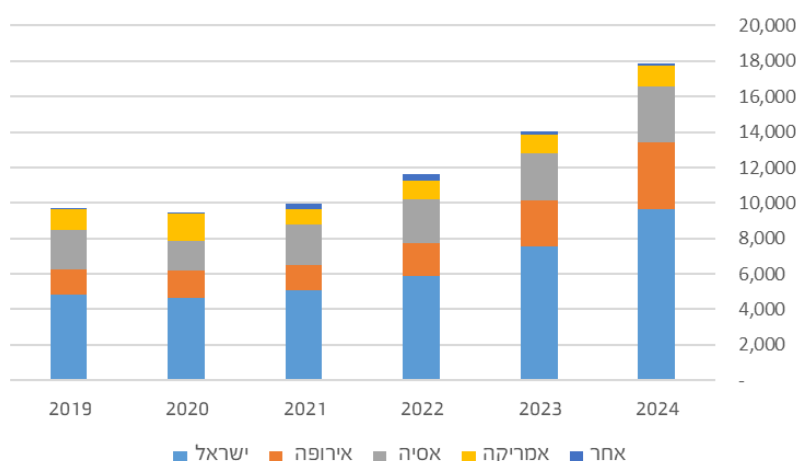
היצע המוצרים והפתרונות של החברה כולל מגוון מערכות טילים מונחים ומדויקים לתקיפה והגנה, מערכות ל"א, תקשורת ומודיעין מתקדמות לאוויר ים ויבשה, מערכות הגנת תשתיות ומתקנים אסטרטגיים בים ועוד. לחברה מעמד עסקי מוביל בתחומי הטילאות, פודים אלקטרואופטיים ומערכות הגנה ויירוט בארץ ובעולם אשר מוסיפים להוות את מנוע הצמיחה של החברה.

החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר במערכת הביטחון בישראל המשמשת כר ניסויים מבצעי עבור טכנולוגיות חדשות התורם ל"הכשרת" מוצריה ומהווה מנוף טכנולוגי ושיווקי עבור מוצרי החברה בעולם. לצד זאת, רפאל זוכה גם להכרה בינלאומית בהיותה החברה ה-33 בגודלה מבחינת היקף מכירות בעולם לשנת 2024.<sup>5</sup> היכולת לספק פתרונות הולמים לאתגרים ולצרכים בשדה הקרב ולשמור על יתרונה הטכנולוגי נגזרת מהשקעותיה של החברה במו"פ, המהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה.

### צפי להמשך גידול בצבר תומך בנראות ההכנסות של החברה; הטייה לשוק המקומי המתאפיין ברווחיות נמוכה יחסית

הכנסות החברה הסתכמו בשנת 2024 בכ-17.8 מיליארד ש"ח, לעומת כ-14 מיליארד ש"ח בשנת 2023, גידול של כ-27.3%. תמהיל המכירות של החברה מוטה לשוק המקומי, כאשר כמחצית ממכירות החברה לאורך זמן הן לישראל. על רקע מלחמת חרבות ברזל שפרצה באוקטובר 2023, הכנסות החברה מישראל צומחות בשיעור של כ-28%-29% בשנה בממוצע בשנתיים האחרונות, כאשר בשנת 2024 הסתכמו בכ-9.6 מיליארד ש"ח (כ-54% מסך ההכנסות), לעומת כ-7.5 מיליארד ש"ח בשנת 2023. ההכנסות מאירופה צומחות בשיעור של כ-38% בממוצע בשנה משנת 2022, אז פרצה מלחמת רוסיה-אוקראינה, כאשר בשנת 2024 הסתכמו בכ-3.8 מיליארד ש"ח, לעומת כ-2.6 מיליארד ש"ח בשנת 2023.

תרשים 1: הכנסות החברה לפי אזורים גאוגרפיים, 2019-2024, במיליוני ש"ח

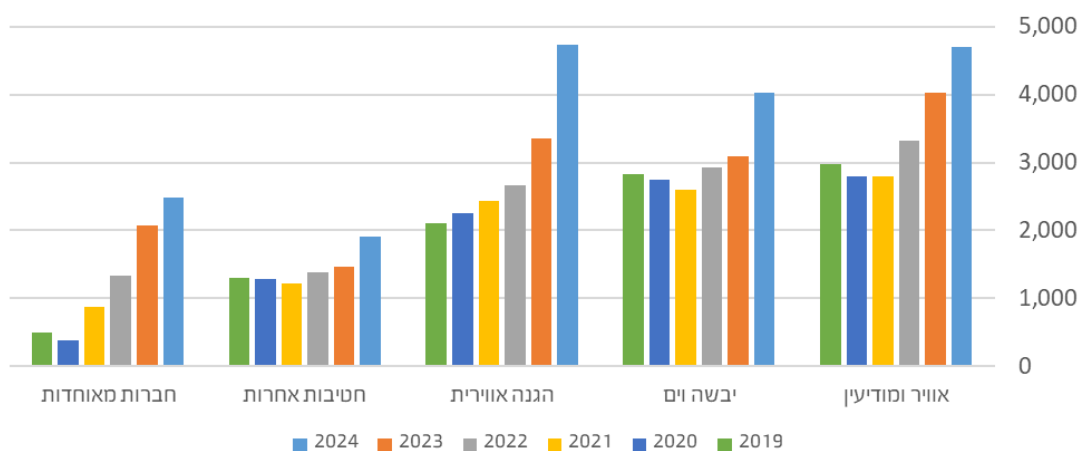


נתונים: דוחות כספיים של החברה. עיבוד: מידורג.

כלל חטיבות החברה מראות צמיחה בשלוש השנים האחרונות, כשהבולטת ביניהן היא חטיבת הגנה אווירית, הכוללת בין היתר את מערכת כיפת ברזל, שהראתה שיעור צמיחה של כ-41% בהכנסות בשנת 2024 ושיעור ממוצע של כ-26% בשנה בשלוש השנים האחרונות.

<sup>5</sup> [Top 100 defense companies for 2024, DefenseNews](#)

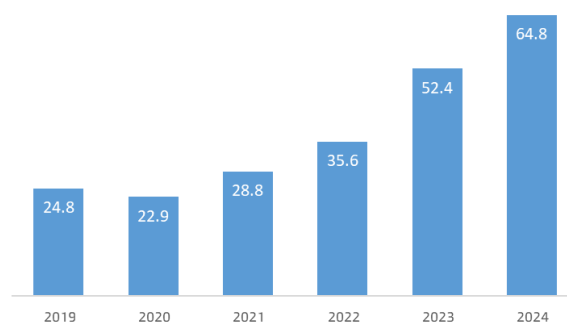
תרשים 2: הכנסות החברה לפי חטיבות, 2019-2024, במיליוני ש"ח



נתונים: דוחות כספיים של החברה. עיבוד: מידרג.

צבר ההזמנות של החברה ממשיך לגדול בצורה משמעותית, והסתכם ליום 31.12.2024 בכ-65 מ' ש"ח (לעומת כ-52 מ' ש"ח בשנת 2023), היקף המשקף יחס צבר להכנסות של כ-2.9. לחברה יחס צבר להכנסות חזק הנע בטווח של כ-2.5-3.0 לאורך זמן (ממוצע תלת-שנתי כ-2.7), וצפוי להערכתנו לעלות על טווח זה בשנת 2025. צבר זה תומך להערכתנו בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר-בינוני.

תרשים 3: צבר הזמנות החברה, 2019-2024, במיליארדי ש"ח



נתונים: דוחות כספיים של החברה. עיבוד: מידרג.

בתרחיש הבסיס לשנת 2025 אנו מעריכים כי צבר ההזמנות והיקפי ההכנסות של החברה ימשיכו לגדול, אם כי בקצב מתון יותר ביחס לשנתיים-שלוש האחרונות. בפרט, אנו מעריכים כי היקפי ההכנסות מישראל ומאירופה יצמחו בשיעורים חד-ספרתיים גבוהים, לאחר שעלו בחדות בשנים האחרונות כאמור. אנו מעריכים כי תמהיל ההכנסות ימשיך להיות מוטה קלות לשוק המקומי בטווח הקצר, בין היתר נוכח צרכי המדינה על רקע המלחמה. בכך, אנו מעריכים בשנת 2025 צמיחה של כ-6%-8% בצבר ההזמנות, ומניחים כי סך הכנסות החברה יסתכמו בכ-19-20 מיליארד ש"ח.

שיעור הוצאות מחקר-ופיתוח ביחס להכנסות יורד בהדרגה בשלוש השנים האחרונות, והסתכם בשנת 2024 בכ-5.8%, לעומת כ-6.4% בשנת 2023. בעוד שהיקף הוצאות המו"פ עלה בכ-8.7% בשנה בממוצע בתקופה זו, הירידה בשיעור ההוצאות ביחס להכנסות נובעת, בין היתר, מהגידול המשמעותי בהיקפי המכירות של החברה, וכן כתוצאה מאיחוד פעילות חברות בנות המאופיינות בשיעור

הוצאות מו"פ נמוכות ביחס לחברה החל משנת 2022. אנו מעריכים כי שיעור הוצאות המו"פ בשנת 2025 יסתכם בטווח של כ-6%-7% בדומה למומצע התלת-שנתי.

שיעור הרווח התפעולי של החברה הסתכם בשנת 2024 בכ-5.2%, בדומה למומצע תלת-שנתי 2021-2023. שיעור זה אינו גבוה ביחס לדירוג, ומוטה בין היתר מהוצאות מו"פ גבוהות הנדרשות בענף, מתמחיל המכירות וחשיפת החברה למכירות למהב"ט המתאפיינות בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית, וכן משינוי אומדן בפרויקט בחו"ל. להערכת מידרוג, ובין היתר בהנחה כי תמחיל המכירות לישראל יוותר ברמתו הנוכחית, שיעור הרווח התפעולי של החברה צפוי להיוותר בשנת 2025 בטווח של כ-5.2%-5.7%, כאשר הטווח התחתון מתייחס לתמחיל הכנסות מוטה שוק מקומי.

יצוין, כי נוכח פעילותה הגלובאלית, החברה חשופה לתנודות בשערי חליפין, בעיקרם ש"ח-דולר וש"ח-אירו, באופן העלול לייצר תנודתיות מסוימת ברווחיות החברה.

### צפי לגידול בחוב הפיננסי נוכח השקעות הוניות משמעותיות להגדלת יכולות הייצור וצרכי הון חוזר גבוהים

בהתאם לתרחיש הבסיס, הרווח התפעולי של רפאל צפוי להסתכם בשנת 2025 בכ-1.1-0.9 מיליארד ש"ח, וה-EBITDA צפוי להסתכם בכ-1.9-1.7 מיליארד ש"ח, לעומת כ-0.9-1.6 מיליארד ש"ח בשנת 2024, בהתאמה. אנו מניחים גידול קל בהוצאות המימון נטו כתוצאה מגידול בהיקף החוב הפיננסי נטו, תוך שמירת סביבת הריבית הנוכחית. היקף ה-FFO המותאם (כולל דיב' מכלולות) צפוי להערכתנו להסתכם בכ-1.7-1.6 מיליארד ש"ח (כ-1.4 מיליארד בשנת 2024).

על רקע דיווחים על עיכובים בתשלומי משהב"ט לחברות הביטחוניות בישראל, ונוכח אי-הוודאות והתנודתיות המאפיינות את ההון החוזר התפעולי של החברה, בפרט נוכח חשיפתה לתשלומים אלה, אנו מעריכים כי עיכובים אלה עלולים להוביל לגידול לא מבוטל בהון החוזר, וכוללים בתחזית לשנת 2025 מקדמי רגישות בנוגע להיקף החוב משהב"ט, כך שאנו מניחים גידול בהון החוזר של כ-2.1-2.6 מיליארד ש"ח נוכח פערי עיתוי בטווח התחזיתי.

היקף ההשקעות ההוניות של החברה צפוי להערכתנו להסתכם בכ-2.6-2.0 מיליארד ש"ח (כולל הערכתנו למיזוגים ורכישות בהיקף של כ-0.5 מיליארד ש"ח וכולל פירעון התחייבות בגין חכירה), לעומת כ-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2024, כשעיקר הגידול מיוחס להשקעות בהגדלת תשתיות ייצור נוכח הביקושים הגוברים. כמו כן, אנו מניחים חלוקת דיבידנד של כ-50% מהרווח הנקי של שנת 2024, בנוסף לדיבידנד בסך של כ-444 מ' ש"ח שחולקו בחודש מרץ 2025 בגין רווחי 2019-2023. יצוין, כי על-פרסומים, רשות החברות במגעים מול החברה במטרה להגדיל את היקף הדיבידנד שיחולק בגין רווחי 2024, אם כי לא ברור בשלב זה היקף הדיבידנד ועיתוי החלוקה שייקבעו בפועל. בהתאם לכך, אנו מניחים תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי בסך של כ-4.5-4.0 מיליארד ש"ח.

לאור האמור, החוב הפיננסי המותאם של החברה צפוי להערכתנו לגדול לכ-4.7-4.0 מיליארד ש"ח (בעיקר לאור הנחתנו לגידול בהון החוזר כאמור), לעומת כ-3.4 מיליארד ש"ח נכון ליום 31.12.2024. בהתאם, יחס חוב ל-EBITDA, שהסתכם בשנת 2024 בכ-2.1, צפוי להסתכם בשנת התחזית בבטווח של כ-2.5-2.1. יחס רווח תפעולי להוצאות מימון נטו צפוי להסתכם בכ-10.0-8.5, לעומת 11.0 בשנת 2024, כשבמקביל לגידול ברווח התפעולי, אנו מניחים כאמור גידול בהוצאות המימון נטו כתוצאה מהגידול בחוב נטו. יחס הון למאזן צפוי להסתכם בכ-21%-23%, לעומת כ-21.5% ליום 31.12.2024, כשצבירת הכרית ההונית תלויה בין היתר בהיקף הדיבידנד שיחולק בגין רווחי 2024.

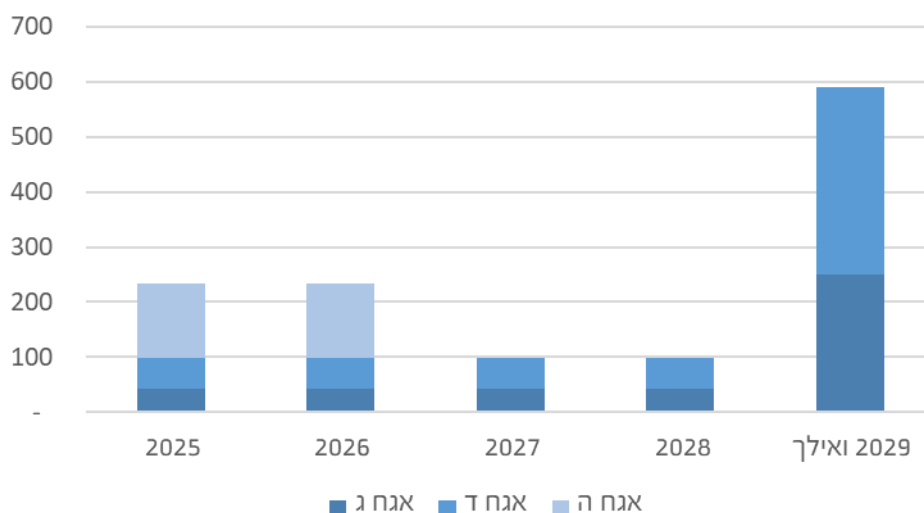
### פרופיל פיננסי יציב הנתמך ביתרות מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקפים משמעותיים

נכון ליום 31.12.2024 יתרות הנזילות של החברה (מזומנים ושווי מזומנים והשקעות לז"ק) הסתכמו בכ-4.8 מיליארד ש"ח. החברה שומרת על יתרות נזילות גבוהות לאורך זמן, וזאת בין היתר נוכח צרכי הון החוזר התנודתיים שלה, כאשר מדיניות החברה הינה לשמור על נזילות של לפחות 1 מיליארד ש"ח. מנגד, לוח הסילוקין של אגרות החוב פרוס בצורה נוחה והן נפרעות בהדרגה עד לשנת 2034. פירעונות האג"ח מסתכמים בכ-0.2 מיליארד ש"ח בשנת 2025.



החברה עומדת להערכתנו במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו לאגרות החוב נכון ליום 31.12.2024. יצוין, כי נכון למועד הדוחות הכספיים השנתיים של החברה, אירונאוטיקס טרם חתמה על הסכם התניות פיננסיות מעודכן מול בנק לאומי, ולא עמדה באמת מידה פיננסית מסוימת מול בנק דיסקונט. אירונאוטיקס קיבלה כתבי ויתור מהבנקים בגין האמור.

תרשים 4: לוח סילוקין אגרות חוב של החברה ליום 31.12.2024, במיליוני ש"ח



דירוג ז"ק P-1.il לנע"מ (סדרה 3), שיתרתו מסתכמת למועד זה בכ-100 מ' דולר (כ-0.4 מ' ש"ח) ערך נקוב, נסמך על דירוג המנפיק Aaa.il באופק יציב, וכן על הערכת נזילותה של החברה ועל הצהרתה כי תשמור בכל עת על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי מחייבות פנויות בהיקף שלא יפחת מסכום הנע"מ, זאת על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים. תרחיש הבסיס של מידרוג לגבי אומדן המקורות והשימושים של החברה לתקופה של 12 חודשים גוזר יחס מקורות לשימושים של כ-1.4-1.3, המורכב ממקורות בסך של כ-5.2-5.0 מיליארד ש"ח הכוללים: יתרות מזומנים ושווי מזומנים, השקעות לז"ק, מסגרות אשראי חתומות ופנויות, תזרים מפעילות שוטפת; ושימושים בסך של כ-3.8-3.7 מיליארד ש"ח הכוללים: השקעות הוניות, פירעונות אג"ח וחלוקות דיבידנד.

### שיקולים נוספים לדירוג

הערכת האשראי הבסיסית (BCA) Aa2.il גבוהה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Aa3.il וזאת נוכח מעמדה העסקי הייחודי של החברה, בהשוואה למנפיקים אחרים, מעבר למשקלו במטריצת הדירוג, כפי שמתבטא בדומיננטיות החברה כיצרנית המובילה והעיקרית בישראל ומהמובילות בעולם, יחד עם היותה מאגר ידע ייחודי ואסטרטגי בתחום הביטחוני, וכן נוכח יכולותיה הטכנולוגיות יוצאות הדופן. אנו מעריכים כי האמור תורם ליציבות הכנסות החברה לאורך זמן ומקנה נראות תזרימית גבוהה, ובכך תורם להפחתת סיכון האשראי.

### שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

אנו מעריכים כי לחברה חשיפה לסיכונים סביבה, כאשר תקלה משמעותית בייצור החימושים באחד ממפעליה ו/או בצידוד הנלווה עלולה לגרום לנפגעים ולנזק סביבתי. כמו כן, נוכח היותם של מפעלי החברה מפעלים אסטרטגיים לביטחונה של מדינת ישראל, חשופה החברה לאיומים ביטחוניים ופעולות חבלה. בנוסף, לחברה חשיפה לסיכונים חברתיים, ביניהם סיכונים סייבר, העלולים לחשוף אותה לסיכונים אסטרטגיים, כספיים, תפעוליים ולסיכונים מוניטין. החברה פועלת באופן שוטף לצמצום חשיפות אלה, בין היתר, באמצעות סיוע ביועצים חיצוניים וחוות דעת חיצוניות, אמצעים טכנולוגיים מתקדמים ועוד. אנו מעריכים את חשיפת החברה לסיכונים ממשל

תאגידי כבינוניות. יצוין, כי בחודש אפריל 2025 פורסם דוח רשות החברות, שממצאיו מעלים כשלים בממשל התאגידי של החברה סביב עסקת אירונאוטיקס בשנת 2019. מידרוג ערכה שיחות עם החברה ועם יועציה המשפטיים ותמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות הללו.

### מטריצת הדירוג

| תחזית מידרוג |           | ליום 31.12.2024 |                      | פרמטרים                                      | קטגוריה       |
|--------------|-----------|-----------------|----------------------|----------------------------------------------|---------------|
| ניקוד        | מדידה     | ניקוד           | מדידה <sup>[1]</sup> |                                              |               |
| Aa.il        | ---       | Aa.il           | ---                  | סיכון ענפי                                   | ענף הפעילות   |
| Aaa.il       | 19-20     | Aaa.il          | 17.8                 | היקף הכנסות (מיליארדי ש"ח)                   | פרופיל עסקי   |
| Aa.il        | ---       | Aa.il           | ---                  | מעמד עסקי                                    | פרופיל פיננסי |
| A.il         | 5.7%-5.2% | A.il            | 5.2%                 | שיעור רווח תפעולי                            |               |
| Baa.il       | 23%-21%   | Baa.il          | 21.5%                | הון עצמי / מאזן                              |               |
| Aa.il        | 2.1-2.5   | Aa.il           | 2.1                  | חוב ברוטו מותאם / EBITDA                     |               |
| A.il         | 8.5-10.0  | Aa.il           | 11.0                 | רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו <sup>[2]</sup>  |               |
| A.il         | ---       | A.il            | ---                  | מדיניות פיננסית                              |               |
| Aa3.il       |           |                 |                      | הערכת אשראי בסיסית נגזרת (BCA)               |               |
| Aa2.il       |           |                 |                      | הערכת אשראי בסיסית (BCA) לאחר שיקולים נוספים |               |
|              |           |                 |                      | מנפיק הקשור למדינה - GRI                     |               |
| Aa2.il       |           |                 |                      | הערכת אשראי בסיסית (BCA) בפועל               |               |
| Aaa.il       |           |                 |                      | סיכון אשראי מדינה חסר-סיכון                  |               |
| "גבוהה מאוד" |           |                 |                      | הערכת מידת התמיכה                            |               |
| "גבוהה מאוד" |           |                 |                      | הערכת מידת התלות                             |               |
| Aaa.il       |           |                 |                      | דירוג בפועל                                  |               |

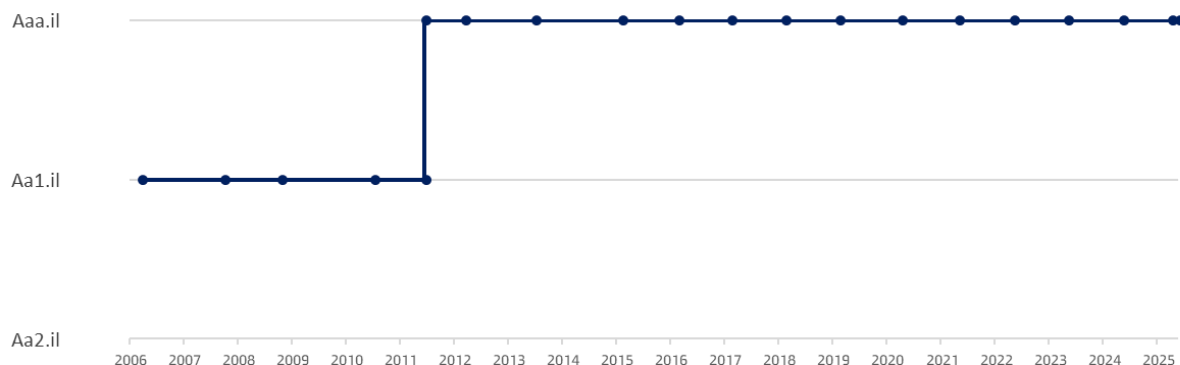
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] הוצאות מימון נטו הינן בנטרול השפעות גידור, הפרשי שע"ח ושינויים בשווי הוון של נ"ע.

### אודות החברה

רפאל התאגדה בינואר 1995 כחברה בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה מתכננת, מפתחת ומייצרת אמצעי לחימה מתקדמים במסגרת שלוש חטיבות עסקיות: חטיבת מערכות אויר ומודיעין (חימוש מונחה מדויק ללוחמת אוויר-שטח, תקשוב, איסוף ועיבוד מודיעים ולוחמה ברשת), חטיבת מערכות להגנה אווירית (מערכות יירוט והגנה מפני נשק תלול מסלול, רחפנים והגנה אווירית, חימוש מונחה מדויק ללוחמת אוויר-אוויר) וחטיבה למערכות יבשה וים (עמדות נשק, מיגון לרק"ם, מערכות משוגרות-כתף ומערכות לחימה ימיות, הגנת התשתיות והמתקנים האסטרטגיים בים וביבשה). מנכ"ל החברה הינו מר יואב תורג'מן ויו"ר החברה הינו ד"ר יובל שטייניץ.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, אוגוסט 2024](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

|                                      |                                |
|--------------------------------------|--------------------------------|
| תאריך דוח הדירוג:                    | 26.05.2025                     |
| התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: | 07.04.2025                     |
| התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     | 21.03.2006                     |
| שם יוזם הדירוג:                      | רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ |
| שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          | רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ |

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

|        |                                                                                                                                                                           |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| Ba.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.                          |
| B.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.            |
| Caa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.   |
| Ca.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.   |
| C.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.            |

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה 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.

## סולם דירוג מקומי לזמן קצר

|        |                                                                                                                                             |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| P-1.il | מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים. |
| P-2.il | מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.      |
| P-3.il | מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.   |
| NP.il  | מנפיקים המדורגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime.                                                                     |

## הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים.<sup>6</sup>

| דירוג זמן ארוך            | דירוג זמן קצר |
|---------------------------|---------------|
| Aaa.il                    | Prime-1.il    |
| Aa1.il                    |               |
| Aa2.il                    |               |
| Aa3.il                    |               |
| A1.il                     |               |
| A2.il                     |               |
| A3.il                     | Prime-2.il    |
| Baa1.il                   |               |
| Baa2.il                   |               |
| Baa3.il                   | Prime-3.il    |
| Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il    | NotPrime      |
| B1.il, B2.il, B3.il       |               |
| Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il |               |
| Ca.il                     |               |
| C.il                      |               |

<sup>6</sup> דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.**

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).