

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | פברואר 2018

אנשי קשר:

עידו בר־אב, אנליסט - מעריך דירוג ראשי

ido.barav@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים - מעריך דירוג משני

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aaa.il לאגרות החוב (סדרות ב' - ה') שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (להלן: "רפאל" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
27/03/2018	יציב	Aaa.il	1096783	ב'
15/09/2034	יציב	Aaa.il	1140276	ג'
15/09/2034	יציב	Aaa.il	1140284	ד'
15/03/2026	יציב	Aaa.il	1140292	ה'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל ויתרונות יחסיים בולטים בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישה ביטחוניים בעולם, הנובעים להערכתנו מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים ומבצעיים רלוונטיים למגמות ארוכות הטווח בענף ובפרט, ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים. היצע המוצרים והפתרונות של החברה מוכח מבצעית והולם את מאפייני האתגרים הביטחוניים בארץ ובעולם. תמהיל המכירות המוטטה לשוק המקומי מגביל את הפיזור העסקי של החברה, אולם לחברה מרכיב ייצוא מהותי, בפיזור טריטוריאלי רחב יחסית, הכולל שווקים מתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. דירוג אגרות החוב זוכה להטבה דירוגית מעבר להערכת האשראי הבסיסית (BCA) של החברה, בשל הערכת מידרוג לקטגוריית סבירות "גבוהה" לתמיכה בחברה מצד המדינה, המחזיקה בבעלות מלאה בחברה, ובשל הערכת מידרוג למידה נמוכה של קורלציה בין סיכון האשראי של החברה לבין סיכון האשראי של המדינה. הסבירות הגבוהה לתמיכה נשענת בין השאר על החשיבות האסטרטגית והחיונית של רפאל עבור ביטחון המדינה. ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכת מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. האיזונים הביטחוניים במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים, עימותים ומתחים במקומות שונים בעולם הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים האחרונות, בד בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית. בהתאם לכך, ענף התעשייה הביטחונית החל להציג צמיחה מחודשת בשנתיים האחרונות, עם צפי לצמיחה של כ-5% בהוצאות הביטחון בעולם בשנת 2018 עפ"י תחזיות מודי'ס¹. בתוך כך, הגידול הצפוי בתקציב הביטחון המשמעותי בעולם, משרד ההגנה האמריקאי, תומך בהנחה זו וצפוי להערכת מידרוג למתן במידת מה את השפעות התחרות בענף, אולם לחצי המחיר יותרו גבוהים.

צבר הזמנות בהיקף משמעותי ובמגמת צמיחה רב שנתית, לצד יחס צבר להכנסות חזק הנע בטווח של 2.1-2.9 לאורך זמן, תורמים לנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. להערכת מידרוג, שיעורי הרווחיות של החברה נמוכים ביחס לרמת הדירוג, ומוגבלים נוכח גמישות תפעולית ופוטנציאל התייעלות נמוכים, בשל הצורך לשמר מובילות טכנולוגית וכ"א איכותי, וכן בשל מהותיות משרד הביטחון בתמהיל ההכנסות. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח צמיחה בהכנסות החברה בשיעורים של 4%-5% ושל 12%-14% בשנים 2017 ו-2018, בהתאמה. הנחות אלו נסמכות על הגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת, על בסיס הערכת מידרוג להמשך גידול בהוצאות הביטחון המצרפיות בעולם, ובפרט בישראל ונוכח מעמדה המוביל של החברה בתחומים התואמים לתמורות בתעשייה הביטחונית העולמית. מידרוג צופה כי שיעור הרווח תפעולי להכנסות ינוע בטווח של 4.5%-6.0% בשנות התחזית, כאשר לחצי מחירי צפויים להימשך נוכח אינטנסיביות התחרות בענף, ונוכח צורך בהמשך השקעות בשיווק ובמו"פ בהיקפים מהותיים.

לחברה פרופיל פיננסי חזק, המתבטא ברמת מינוף נמוכה יחד עם תזרימי מזומנים יציבים וחזקים מפעילותה השוטפת לאורך השנים. מידרוג מניחה כי תזרימים אלו יופנו בשנים הקרובות למימון תכנית השקעות הונית תלת שנתית, וכן לצרכי הון חוזר גדלים. גיוס אגרות החוב בחודש פברואר 2017, שנועד לממן בין היתר את תכנית ההשקעות וכן מיזוגים ורכישות עתידיים, הגדיל את רמת המינוף והאט את יחסי הכיסוי לרמה שאינה תואמת לרמת הדירוג. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO ינועו בטווח שבין 1.8-2.4 ו-2.2-2.8, בהתאמה. מידרוג אינה מניחה שינוי במדיניות הדיבידנדים המתונה יחסית. פרופיל נזילות של החברה בולט לטובה ומתבסס על יתרות נזילות ותיק ניירות ערך בהיקף משמעותי, המיועדות למימון תכנית השקעות רחבה יחסית

בשנים הקרובות, מיזוגים ורכישות וכן למימון תגודתיות חדה בצרכי ההון החוזר ומקדמות מלקוחות. תיק ניירות הערך של החברה משמעותי בהיקפו ומאופיין במדיניות השקעות סדורה ברמת סיכון נמוכה-בינונית.

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪:

FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	9M 2016	9M 2017	
7,390	7,022	7,845	7,795	5,256	5,312	הכנסות
320	470	481	436	306	209	רווח תפעולי
4.3%	6.7%	6.1%	5.6%	5.8%	3.9%	שיעור רווח תפעולי
4.2%	3.5%	4.7%	3.7%	4.5%	3.1%	תשואה על נכסים (ROA)
2,500	3,284	2,274	2,433	1,852	2,610	יתרות נזילות ותיק ני"ע
596	476	368	234	227	1,631	חוב פיננסי
19.0%	14.4%	10.2%	6.2%	6.3%	30.9%	חוב פיננסי ל-CAP
1.1	0.7	0.5	0.3	0.3	2.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
1.3	0.9	0.6	0.3	0.3	3.1	חוב פיננסי ל-FFO

* הנתונים החל משנת 2016 מוצגים בהתאם לתקני הדיווח הבינלאומיים (IFRS). עד וכולל שנת 2015 הנתונים מוצגים בהתאם לתקינה הישראלית.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סיכון ענפי בינוני-נמוך, צפי לצמיחה בתקציבי הביטחון העולמיים בטווח הזמן הקצר והבינוני

היקף הפעילות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורלציה גבוהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כפי שנחזה מעת לעת, כמו גם משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי הממשלות כפי שהיה בתחילת העשור הנוכחי. עפ"י תחזיות מודי'ס¹, צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובאליות בשנים 2017-2018, בשיעור הנע סביב 5%, בהמשך לעלייה שנתית מתונה של כ-0.75% בממוצע בשנים 2015-2016, וזאת לאחר האטה מתמשכת בשנים 2011-2014 (ע"פ נתוני SIPRI). תחזית הגידול בתקציבי הביטחון בעולם נתמכת בצפי לגידול הוצאות הביטחון של ארה"ב, המהווה 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן (בשנים 2013-2016), עם אישור לאחרונה של תקציב בסיס גבוה יותר ע"י ממשל טראמפ. נוסף על כך, צפי זה לצמיחה מתבסס על גידול בהוצאות המדינות החברות בברית נאט"ו ומדינות נוספות, כחלק ממאמץ ההגנה והשמירה על הגבולות על רקע סיכונים גיאופוליטיים, קונפליקטים צבאיים וביטחוניים מתמשכים לצד אי יציבות בחלקים שונים בעולם. אלו כוללים את המתרחשות בין רוסיה וסין למערב, אירועי טרור באזורים גיאוגרפים שונים ומגמות בדלנות במספר מדינות מרכזיות בעיקר באזור המזרח התיכון ובאסיה.

חברות התעשייה הביטחונית הישראליות מתחרות במידה רבה גם בשדה הגלובלי המוביל בעיקר ע"י תאגידי ענק אמריקאים ואירופאים, הפועלים בזיקה גבוהה לתקציבי הממשלות המקומיות. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקאים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, בעוד התאגידים האירופאים מוטים יותר לפעילות גלובאלית.

הענף מצוי ברמת תחרות גוברת בשנים האחרונות, עם מיקוד תקציבי הביטחון (דגש רב יותר על תמחור, חוזים במחיר קבוע, קיצור זמני הגעה לשוק ועמידה בלוי"ז) ומספר שנים של האטה אשר הובילו לכניסת חברות בינ"ל גדולות למדינות מתפתחות, לחץ על מחירי המכירה, וכן דרישות גוברות מצד הלקוחות לגידול במו"פ העצמי של החברות, ולתנאי מימון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הלקוחות. רמת התחרות והקושי לייצר צמיחה אורגנית מובילות כל העת לאיתור אחר מיזוגים ורכישות בשל הרצון להרחיב את מגוון הפתרונות והמוצרים הכולל וליצור יתרון משמעותי יותר לגודל במטרה לשפר את האפשרות להתמודד על תקציבים מלקוחות אסטרטגיים.

התפתחות תפיסת הביטחון, כפי שמקבלת ביטוי בסדרי העדיפויות הנגזרים מתקציבי הביטחון של משרד ההגנה האמריקאי ושל מדינות מפותחות (בעיקר ממערב אירופה), מובילה להסטת תקציבים לתחום הלוחמה האווירית על חשבון הלוחמה היבשתית ולשימת דגש רב יותר על לוחמה א-סימטרית מדויקת במספר זירות במקביל, שימוש במערכות ובכלים בלתי מאוישים, מודיעין מעקב וסיוור ולוחמת סייבר. ככלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידורג, צפוי המשך גידול

¹ 2018 Outlook - Positive on rising commercial aircraft deliveries and higher defense spending (December 2017)

בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות טילים מדויקים לצרכים שונים, מערכות שליטה ובקרה (שו"ב), הגנה ברמת החייל הבודד, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים (HLS) וזאת על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות. מאפייני סיכון נוספים בענף הינם: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. קבלני המשנה חשופים למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומאופיינים בגמישות מחיר פחותה; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת בנייהול פרויקטים באופן הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על רווחיות בעתות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית; סיכוני אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות מסויימים שתורמות למאפייני הנזילות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מהידע והיכולות הטכנולוגיות הגלומות בפעילות.

יכולות טכנולוגיות גבוהות ופרופיל פתרונות המותאם למגמות העולמיות בשדה הקרב תומכים במיצוב התחרותי של החברה

להערכת מידרוג, הפרופיל העסקי של רפאל נתמך בהיקף פעילות רחב המתבטא בהיקף הכנסות של כ- 7.8 מיליארד ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים שהסתיימו ביום 30.9.2017, וביכולות טכנולוגיות גבוהות. לחברה מעמד עסקי מוביל בתחומי הטילאות ומערכות הגנה ויירוט בארץ ובעולם, אשר מקנה לה יתרונות תחרותיים גבוהים ומוסיף להוות את מנוע הצמיחה של החברה, בעיקר במדינות מתפתחות. היצע המוצרים והפתרונות של החברה מותאם למגמות הנוכחיות בענף כפי שתוארו לעיל, תומך בהמשך יכולת ייצור הכנסות גבוהה יחסית, בטווח הזמן הקצר והבינוני. היצע המוצרים והפתרונות האמור כולל בין היתר מגוון מערכות טילים מונחים ומדויקים לתקיפה והגנה, מערכות ל"א, תקשורת ומודיעין מתקדמות לאוויר ים ויבשה, מערכות הגנת תשתיות ומתקנים אסטרטגיים בים וכדומה.

פיזור ההכנסות של החברה נמוך ומוגבל יחסית, כאשר משרד הביטחון מהווה שיעור של 40%-46% מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות, ובתשעת החודשים הראשונים לשנת 2017 עלה לשיעור של 55%, וזאת למרות אסטרטגיית החברה מזה מספר שנים, להגדלת הייצוא והפיזור הגיאוגרפי. ריכוזיות זו יוצרת חשיפה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי ובפרט- למגבלת התקציב של משרד הביטחון. בד בבד, מכירות החברה למדינות מתפתחות מהוות 25%-35% מהמכירות בשנים האחרונות, מגמה המציבה לה המשך פוטנציאל צמיחה, בעיקר במדינות אסיה-אוקיאניה ומזרח ומרכז אירופה, בהן קיימת דרישה גוברת לנשק מערבי מתקדם על פני מערכות נשק מזרח אירופאיות (בעיקר נשק רוסי). להערכת מידרוג, לפעילות הייצוא חשיפה נמוכה לאשראי לקוחות מכיוון רובם הנם גופים ממשלתיים המאופיינים באיטנות פיננסית חזקה, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח.

החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר במערכת הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים מצעעי עבור טכנולוגיות חדשות התורם ל"הכשרת" מוצריה ומהווה מנוף טכנולוגי ושיווקי עבור מוצרי החברה בעולם. כמו כן, פעילות החברה מאופיינת בהוצאות מו"פ גבוהות יחסית, התומכות בהמשך שמירה על יתרונה הטכנולוגי ויכולתה לספק פתרונות הולמים לאתגרים והצרכים בשדה הקרב העתידי, כמפורט לעיל.

להערכת מידרוג, גמישותה העסקית של החברה מוגבלת בהינתן רמת התחרות הגבוהה הקיימת בענף, היוצרת לחצי המחירים, דרישה להעמדת מימון ללקוחות ודרישה לעמידה בלוחות זמנים קצרים בפיתוח פרויקטים ומוצרים בהתאמה ללקוחות. בנוסף, להערכת מידרוג, היקף הפעילות המהותי מול משרד הביטחון מהווה גם הוא משקולת על רווחיות החברה.

הטבה דירוגית נוכח סבירות גבוהה לתמיכת מצד בעלת המניות וקורלציה נמוכה עם המדינה

דירוג אגרות החוב זוכה להטבה דירוגית מעבר להערכת האשראי הבסיסית (BCA) של החברה בשל הערכת מידרוג לקטגוריית סבירות "גבוהה" לתמיכה בחברה מצד המדינה, המחזיקה בה בבעלות מלאה, ובשל הערכת מידרוג למידה נמוכה של קורלציה בין סיכון האשראי של החברה לזה של המדינה. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לדירוג מנפיק קשור למדינה, הערכת מידרוג לסבירות התמיכה ברפאלבקטגוריה "גבוהה" 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, כנזכר לעיל ובעלת נכסים ופתרונות אסטרטגיים לאיומים בפניהם ניצבת המדינה והיותה של המדינה לקוח מרכזי של רפאל; 3. כמי שמחזיקה בבעלות ובשליטה מלאה בחברה, 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).

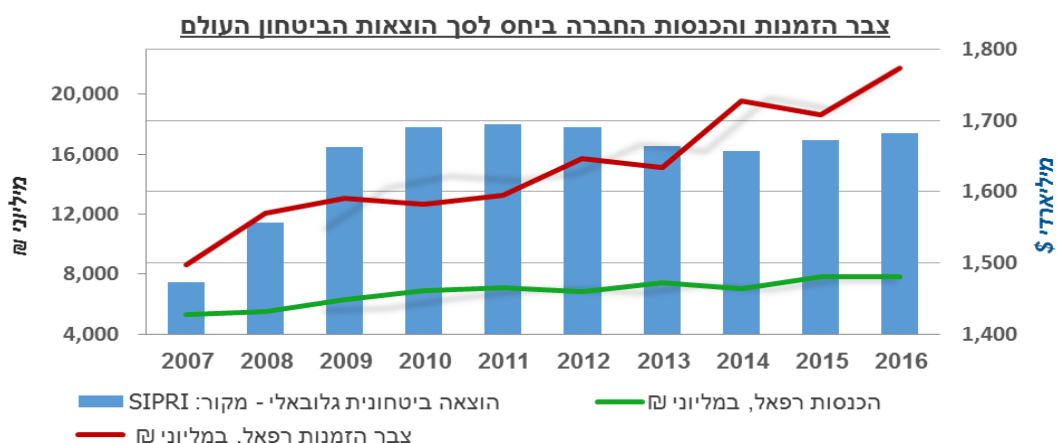
בד בבד, הסבירות לתמיכה מוחלטת בשל העדרה של ערבות פורמלית או משתמעת לאגרות החוב, זהות אינטרסים מוגבלת בין החברה לבין המדינה וחשיבות כלכלית בינונית עבור המדינה.

צבר הזמנות חזק המקנה נראות הכנסות טובה, עם צפי לצמיחה גבוהה יחסית וליציבות בכריות הרווחיות בטווח הזמן הקצר והבינוני

לרפאל צבר הזמנות בהיקף משמעותי של כ- 22.5 מיליארד ₪ נכון ליום 30.9.2017, לאור גידול של כ- 16% בהשוואה למועד המקביל אשתקד, מתוכו כ- 50% מיועד ליצוא. הגידול בצבר ההזמנות, על אף שחיקת שער החליפין, נבע מהשיפור בסביבה העסקית וכן ממאפייני העסקאות החדשות, שחלקן בהיקפים גדולים הנפרסים על פני מספר שנים, במידה המובילה להארכת יחס הצבר להכנסות. צבר ההזמנות של החברה נפרס על פני מספר רב של פרויקטים, תומך בפוטנציאל הצמיחה ובנראות ההכנסות של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמשקף במכפיל צבר להכנסות (LTM) טוב יחסית אשר עומד על 2.9 ליום 30.9.2017, מעט גבוה מהטווח של 2.4-2.8 בשנים 2014-2016, ומגן במידה טובה מפני שינויים בלתי צפויים בסביבה העסקית.

רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרווח התפעולי להכנסות אשר נע בטווח של 5.5%-6.5% בשנים 2014-2016, הינה נמוכה יחסית לרמת הדירוג. להערכת מידרוג, רווחיות החברה מוגבלת בשל גמישות תפעולית נמוכה ותמהיל ההכנסות המוטה למשרד הביטחון הישראלי, פעילות המאופיינת ברווחיות נמוכה נוכח אופייה המרכזי ותהליכי פיתוח ממושכים. החברה כבר ביצעה שינוי במבנה הארגוני, אופטימיזציה של הידע הארגוני ויכולת היצור והרכש, ולהערכת מידרוג פוטנציאל ההתייעלות מוגבל נוכח הצורך לשמר כוח אדם איכותי ומובילות טכנולוגית.

היכולת לשמור על יתרונה הטכנולוגי נגזר מהשקעותיה של החברה במו"פ, המהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה. שיעור הוצאות המו"פ נטו (בקיזוז השתתפות חיצונית במו"פ) עמד על כ- 7.2% בשנים 2014-2016, ועל כ- 8.7% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2017, ומידרוג מעריכה כי שיעור הוצאות זה יוותר ברמתו בטווח הזמן הקצר והבינוני.



תרחיש הבסיס של מידרוג מניח צמיחה בהכנסות החברה בשיעור של 4%-5% בשנת 2017 ובשיעור של 12%-14% בשנת 2018. הנחה זו נגזרת בעיקר מהגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת, אשר מקנה ודאות גבוהה יחסית (שיעור כיסוי של מעל 90%) להכנסות בשנים אלו. כמו כן, מידרוג צופה המשך צמיחת הצבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, על בסיס הערכת מידרוג להמשך גידול בהוצאות הביטחון המצרפית העולמית ושמירה על היקפן בישראל, בין היתר נוכח גידול בסיוע הביטחוני האמריקאי, מיצובה העסקי החברה ורלוונטיות היצע מוצריה אל מול האיומים הקיימים והמתפתחים. על אף הצפי לצמיחה משמעותית בהכנסות, תרחיש הבסיס אינו מניח מיצוי יתרונות לגודל, אלא יציבות מסוימת ברווחיות הגולמית והתפעולית, בעיקר נוכח לחצים תחרותיים, ובתרחיש זה שיעור הרווחיות התפעולית צפויים לנוע בטווח שבין 4.5%-6.0% בשנים אלו.

החברה מבצעת גידור של חשיפות המט"ח הנובעות מפעילותה כיצואנית אל מול מרכיב מהותי של הוצאות בשקלים (ובעיקר הוצאות שכר, ייצור והוצאות קבועות). מדיניות הגידור של החברה מתמקדת בגידור חלקי של החשיפה נטו (מעבר לגידור הטבעי הנובע

מהוצאות במט"ח) של צבר ההזמנות במט"ח, וזאת בעיקר באמצעות עסקאות הגנה מורכבות וממונפות מסוג TRF. מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לשמור על הלימה בין היקף נכס הבסיס המגודר לבין היתרה הממונפת של הגידור, כך שהגנזרת הראשונה של שווי הנגזר ביחס לנכס הבסיס תהיה ללא שינוי (Delta Neutral), ובכך תנטרל חשיפה להפסד כלכלי בגין מכשירי גידור אלו.

צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים, אולם יחסי הכיסוי מואטים לרמה שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג

בהתאם לתרחיש הבסיס המתואר לעיל, מידרוג צופה כי הרווח התפעולי של החברה בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד בטווח של 700-730 מיליון ₪ בשנים 2017-2018 (זאת לעומת כ- 627 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.9.2017) ומקורות מפעולות (FFO) בטווח של 600-650 מיליון ₪. מידרוג מניחה גידול בצרכי ההשקעה בהון חוזר, בין היתר בשל הארכת ימי אשראי לקוחות, גידול במלאי עבודות בביצוע ובהכנסות לקבל. כמו כן, עם התקדמות תכנית ההשקעות של החברה, צפוי גידול בהשקעות ההוניות, להיקף של 550-750 מיליון ₪ לשנה בשנים הקרובות, אשר מעבר להשקעות השוטפות, כוללות השקעות ארגוניות מיוחדות שייפרסו על פני השנים 2017-2019. בהתחשב גם בצפי לחלוקת הדיבידנד בהתאם להסכם מול רשות החברות הממשלתיות (חלוקת 50% מסך הרווח הנקי, בניכוי הפחתה מצטברת נוכח דיבידנד מיוחד שחולק בעבר ואי חלוקה בגין רווחי שנת 2017 לאור חוק ההסדרים), מידרוג מעריכה כי החברה תציג תזרים חופשי (FCF) שלילי בשנים 2017-2018, וזאת עוד לפני השקעות במיזוגים ורכישות. החברה בוחנת כל העת השקעות במיזוגים ורכישות במטרה לחזק את מנועי הצמיחה באמצעות הרחבת היצע המוצרים והיכולות הטכנולוגיות, ולבסס דריסת רגל שיווקית משמעותית בחו"ל. נציין כי מידרוג אינה מביאה בחשבון תרומה תפעולית שתנבע מהשקעות האמורות בשנות התחזית.

גיוס אגרות החוב (סדרות ג', ד' ו-ה') בסך 1.5 מיליארד ₪ בחודש פברואר 2017 הוביל לגידול משמעותי בחוב הפיננסי של החברה, לצד גידול ביתרות המזומנים והדבר נועד בין היתר לממן את תכנית ההשקעות, את העלייה בצרכי ההון החוזר וכן פעילות מיזוגים ורכישות כאמור לעיל. לחברה רמת מינוף מתונה וכריות הונית הולמות, כפי שנגזר מיחס חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-CAP של כ- 31% ליום 30.9.2017.

יחסי המינוף של החברה אינם בולטים לטובה לרמת הדירוג, אולם מידרוג מעריכה כי החברה תעבה את הכרית ההונית בטווח הקצר והבינוני מתוך צבירת רווחים והמשך מדיניות דיבידנד מתונה. בתרחיש הבסיס של מידרוג כמתואר לעיל, צפויים יחסי הכיסוי, חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO, לנוע בטווח שבין 1.8-2.4 ו-2.2-2.8, בהתאמה.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי לאורך זמן, וסך של כ- 2.6 מיליארד ₪ ליום 30.9.2017, הנובעות בין היתר מתמורת גיוס החוב האמור ומקדמות מלקוחות, ומפצות במידה טובה על אופי הפעילות הפרויקטלי, הגוזר צרכי הון חוזר משמעותיים ותנודתיים. בנוסף לחברה תיק נ"ע שיתרתו ליום 30.9.2017 הסתכמה בכ- 1.7 מיליארד ₪. תיק ניירות הערך מושקע לפי מדיניות השקעות מוגדרת, בפיזור רחב ולהערכת מידרוג, באפיקים בעלי סחירות גבוהה וברמת סיכון בינונית.

כאמור לעיל, החברה צפויה להציג תזרים חופשי שלילי בשנים הקרובות, שימומן מהיתרות הנזילות שחלקן יועד לכך מראש ועדיין מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות תיוותר טובה ביחס לצרכי פרעון החוב של החברה. מעבר לכך, היקף חלויות החוב בשנים הקרובות צפוי להיוותר נמוך נוכח תקופת "גרייס" על איגרות החוב שהונפקו בחודש פברואר 2017.

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת בתזרים תפעולי חזק, ברמת מינוף יחסי כיסוי מתונים, וכן בנזילות גבוהה. מידרוג מעריכה כי מעמדה של החברה, לרבות היותה חברה ממשלתית בעלת חשיבות אסטרטגית, מקנים לה נגישות טובה לגורמים מממנים. נציין כי החברה נדרשת לעמוד באמת מידה פיננסית לגורמים המממנים, שיעור הון למאזן של 20% לפחות, והיא עומדת בו במרווח מספק.

אופק הדירוג

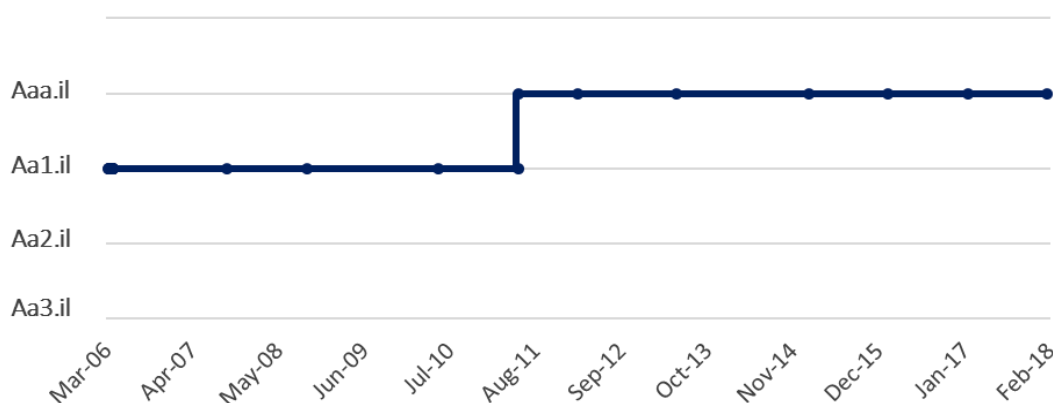
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לפגיעה ביכולת ייצור ההכנסות
- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחסי הכיסוי והמינוף לרמה שאינה הולמת את הדירוג
- ירידה בהערכתנו לתמיכה חיצונית מהמדינה במידת הצורך

אודות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ התאגדה לראשונה בינואר 2002 כחברה בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה מתכננת, מפתחת ומייצרת אמצעי לחימה מתקדמים במסגרת שלוש חטיבות עיקריות: חטיבת מערכות לעליונות אווירית (טילים מונחים, מערכות יירוט ומערכות אלקטרו-אופטיות), חטיבת אוויר ומודיעין (מערכות תקשורת ול"א מקיפות לאוויר, ים, ויבשה, אמצעי נגד אלקטרו-אופטיים, איסוף ומודיעין, פו"ש, סייבר, בקרה וקישורי נתונים, מערכות הגנה על גבולות ולהגנת העורף ועוד) וחטיבה למערכות יבשה וים (עמדות נשק, מיגון לרק"ם, מערכות משוגרות-כתף ומערכות לחימה ימיות, הגנת התשתיות והמתקנים האסטרטגיים בים וביבשה). החברה הינה יצרנית הטילים המובילה והעיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני. החברה (במאחד) מעסיקה כ- 7,500 עובדים. מנכ"ל החברה הינו מר יואב הר אבן (אלוף במיל) ויו"ר החברה הינו עוזי לנדאו (שר לשעבר לביטחון פנים, שר האנרגיה והמים, וכן שר התיירות).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ, מעקב ופעולת דירוג - פברואר 2017](#)

[דירוג חברות תעשייה ביטחונית, דו"ח מתודולוגי - פברואר 2014](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה, Government Related Issuer, דו"ח מתודולוגי - ינואר 2018](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

13.02.2018	תאריך דוח הדירוג:
14.02.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
21.03.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

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 הגבוה 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.

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>