

# רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | פברואר 2019

**אנשי קשר:**

יואב שניידר, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[yoav.schneider@midroog.co.il](mailto:yoav.schneider@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto: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 ג', ד' ו- ה') שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (להלן: "רפאל" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### 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

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נמתך במיצוב עסקי מוביל ויתרונות יחסיים בולטים בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי ניהול ביטחוניים בעולם, ובפרט, ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטיילים, פודים אלקטרו אופטיים ומערכות מיגון לרק"מ. היצע המוצרים והפתרונות של החברה מוכח מבצעית והולם את מאפייני האתגרים הביטחוניים בארץ ובעולם. תמהיל המכירות המוטטה לשוק המקומי, יחסית לחברות הביטחוניות האחרות בארץ, מגביל את הפיזור העסקי של החברה, אולם לחברה מרכיב ייצוא מהותי, בפיזור טריטוריאלי רחב יחסית, הכולל שווקים מפותחים ומפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. הדירוג זוכה להטבה דירוגית מעבר להערכת האשראי הבסיסית (BCA) של החברה, בשל הערכת מידרוג לקטגוריית סבירות "גבוהה" לתמיכה בחברה מצד המדינה, המחזיקה בבעלות מלאה בחברה, ונשענת 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 וחסימי כניסה גבוהים. האיזמים הביטחוניים במדינות המערב, שיוניים 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 מאז שנת 2015, עם צפי לצמיחה של מעבר לכ- 3% בהוצאות הביטחון בעולם בשנים 2019-2020 עפ"י תחזיות מודי"ס. בתוך כך, הגידול הצפוי בתקציב הביטחון המשמעותי בעולם, משרד ההגנה האמריקאי, תומך בהנחה זו ועשוי להערכת מידרוג למתן במידת מה את השפעות התחרות בענף, אולם לחצי המחיר יותר גבוהים.

צבר הזמנות בהיקף משמעותי ובמגמת צמיחה רב שנתית, לצד יחס חזק של צבר להכנסות, הנע בטווח של 2.8-2.9 בשנים 2016-2017, תורמים לנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. להערכת מידרוג, רווחיות החברה חלשה ביחס לרמת הדירוג, ומוגבלת 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 בשיעור של 10%-11% בשנת 2018 ובשיעור של 4%-5% בשנת 2019. הנחות אלו נסמכות על הגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת, ועל הערכת מידרוג להמשך גידול בהוצאות הביטחון המצרפיות בעולם. מידרוג צופה כי שיעור הרווח תפעולי להכנסות ישמור על יציבות, וינוע בטווח של 5.0%-6.0% בשנות התחזית, כאשר לחצי מחירי צפויים להימשך נוכח אינטנסיביות התחרות בסגמנטים מסוימים בענף, ונוכח צורך בהמשך השקעות בשיווק ובמו"פ בהיקפים מהותיים.

החברה עתידה להשלים בחודשים הקרובים עסקה לרכישת 50% ממניות חברת אירונאוטיקס בע"מ בתמורה לכ-425 מיליון ש"ח, חלקה של החברה, המשקף לאירונאוטיקס שווי של כ-850 מיליון ש"ח. להערכת מידרוג, מטרת הרכישה הינה בעיקר שילוב כוחות בתחום המל"טים ומערכות נלוות. מידרוג לא צופה תרומה חיובית מצד הרכישה לתזרים רפאל בשנים 2019-2020. רפאל בוחנת רכישה נוספת בהיקף מהותי, ותרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי רכישה כזו עשויה להתבצע בשנים 2019-2020. מלבד המיזוגים והרכישות הצפויים, מידרוג מניחה כי החברה תממש תוכנית השקעות משמעותית במתקניה (אשר בחלקה נדחתה מהשנים 2017-2018). החברה ניגשת לביצוע רכישותיה מתוך פרופיל פיננסי חזק, המתבטא ברמת מינוף מתונה יחד עם תזרימי מזומנים יציבים וחזקים מפעילותה השוטפת לאורך השנים.

מידרוג מניחה תשלום דיבידנד למדינה בגין רווחי השנים 2017 ו-2018 בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח, לפי הערכת החברה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי החברה תממן את צרכי ההשקעה הגבוהים בשנת 2019 בעיקר מתוך יתרות הנזילות הקיימות בחברה, וגיזוס חוב בהיקף מסוים, כתלות גם בצרכי ההון החוזר ובהיקף הרכישה הנוספת, ככל שזו תתבצע. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO ינועו סביב 2.1 ו-2.2 בהתאמה על פי הערכותינו לנתוני סוף שנת 2018, ואילו בשנת 2019 אנו צופים כי היחסים ינועו בטווחים רחבים של 2.0-2.7 ו-2.0-3.0 בהתאמה, כאשר הטווח העליון נכלל בתרחיש בו מתבצעת רכישה משמעותית נוספת בטווח הקצר והחברה נדרשת לגיזוס חוב נוסף בהיקף של עד 500 מיליון ש"ח. אנו מעריכים כי במקרה זה, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בטווח של עד שנתיים על בסיס יכולת יצור מזומנים חזקה של החברה. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ומתבסס על יתרות נזילות ותיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי, המיועדים למימון תכנית השקעות רחבה יחסית בשנים הקרובות, מיזוגים ורכישות וכן למימון תגודתיות חדה בצרכי ההון החוזר, לרבות היקף משמעותי של מקדמות מלקוחות.

**רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח:**

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	9M 2017	9M 2018	
7,022	7,845	7,795	8,128	5,312	6,376	הכנסות
470	481	436	482	209	180	רווח תפעולי **
6.7%	6.1%	5.6%	5.9%	3.9%	2.8%	שיעור רווח תפעולי **
14.4%	10.2%	6.2%	29.5%	30.9%	28.1%	חוב פיננסי ברוטו ל- CAP
0.7	0.5	0.3	2.2	2.6	2.3	חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA
0.9	0.6	0.3	2.2	2.9	2.1	חוב פיננסי ברוטו ל- FFO

\* הנתונים החל משנת 2016 מוצגים בהתאם לתקני הדיווח הבינלאומיים (IFRS). עד וכולל שנת 2015 הנתונים ערוכים בהתאם לתקינה הישראלית. \*\*לפני הוצאות/הכנסות אחרות.

**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"ס<sup>1</sup>, צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובאליות בשנים 2019-2020, בשיעור גבוה מ-3%, בהמשך לעלייה שנתית ממוצעת מתונה של כ-0.4% בשנים 2016-2017, וזאת לאחר האטה מתמשכת בשנים 2011-2014 (ע"פ נתוני SIPRI). תחזית הגידול בתקציבי הביטחון בעולם נתמכת בצפי לגידול בהוצאות הביטחון של ארה"ב, המהווה 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן (בשנים 2017-2013). 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 המתיחות בין רוסיה וסין למערב ולמדינות שכנות להן, אירועי טרור באזורים גיאוגרפים שונים ומגמות בדלנות במספר מדינות מרכזיות בעיקר באזור המזרח התיכון ובאסיה. עם זאת, כלכלני מודי"ס מעריכים כי להבדיל מארה"ב, ההוצאה הביטחונית במדינות נאט"ו שאינן ארצות הברית לא תגיע ל-2.0% מהתמ"ג עד סוף שנת 2020. חברות התעשייה הביטחונית הישראליות מתחרות במידה רבה גם בשדה הגלובלי המובל בעיקר ע"י תאגידי ענק אמריקאים ואירופאים, הפועלים בזיקה גבוהה לתקציבי הממשלות המקומיות. מאפייני זה בולט בעיקר בתאגידי אמריקאים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, בעוד התאגידי האירופאים מוטים יותר לפעילות גלובלית.

הענף מצוי ברמת תחרות גבוהה, עם מיקוד תקציבי הביטחון (דגש רב יותר על תמחור, חוזים במחיר קבוע, קיצור זמני הגעה לשוק ועמידה בל"ז) ומספר שנים של האטה אשר הובילו לכניסת חברות בינ"ל גדולות למדינות מתפתחות, לחץ על מחירי המכירה, וכן

<sup>1</sup> [Aerospace and defense: 2019 outlook positive on growth in commercial aircraft deliveries and strong defense spending](#)

דרישות גוברות מצד הלקוחות לגידול במו"פ העצמי של החברות, ולתנאי מימון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הלקוחות. רמת התחרות והקושי לייצר צמיחה אורגנית מובילים 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 מאויישים, מודיעין מעקב וסיור ולוחמת סייבר. ככלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידורג, צפוי המשך גידול 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 התחרות של הקבלנים הראשיים ומאופיינים בגמישות מחיר פחותה; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת בניהול הדוק של הפרויקטים; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית; סיכויי 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 ומובילות עולמית בתחום הטילאות והגנה אקטיבית תומכים במיצוב התחרותי של החברה**

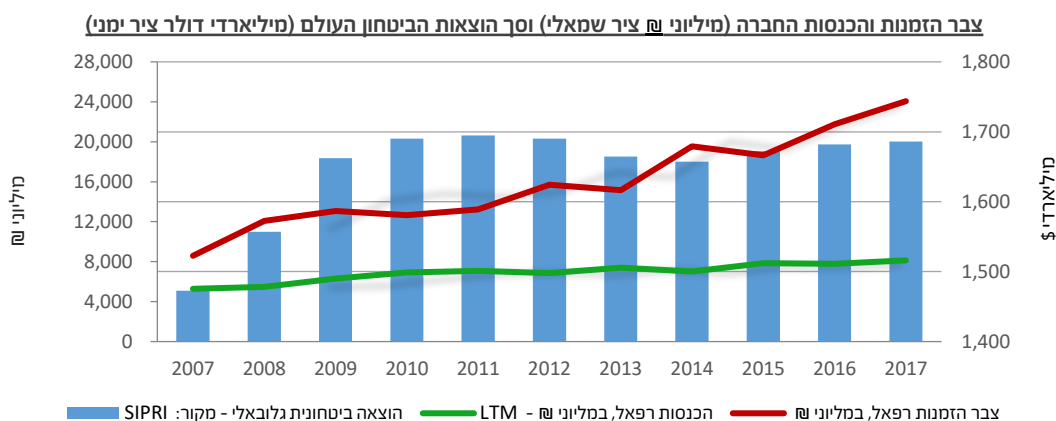
הפרופיל העסקי של רפאל נתמך בהיקף פעילות רחב המתבטא בהכנסות של כ- 9.2 מיליארד ש"ב ב-4 הרבעונים האחרונים שהסתיימו ביום 30.9.2018, וביכולות טכנולוגיות גבוהות. היצע המוצרים והפתרונות של החברה כולל מגוון מערכות טילים מונחים ומדויקים לתקיפה והגנה, מערכות ל"א, תקשורת ומודיעין מתקדמות לאוויר ים ויבשה, מערכות הגנת תשתיות ומתקנים אסטרטגיים בים ועוד. לחברה מעמד עסקי מוביל בתחומי הטילאות, פודים אלקטרואופטיים ומערכות הגנה ויירוט בארץ ובעולם, אשר מקנה לה יתרונות תחרותיים גבוהים ומוסיפים להוות את מנוע הצמיחה של החברה, בעיקר במדינות מתפתחות. החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר במערכת הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים מבצעי עבור טכנולוגיות חדשות התורם ל"הכשרת" מוצריה ומהווה מנוף טכנולוגי ושיוקי 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 ולצרכים בשדה הקרב העתידיתמפורט לעיל.

פיזור ההכנסות של החברה נמוך ומוגבל יחסית, כאשר משרד הביטחון מהווה שיעור של 40%-50 מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות. ריכוזיות זו יוצרת חשיפה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי בכלל, ולמגבלת התקציב של משרד הביטחון, בפרט. בד בבד, מידורג מעריכה כי לחברה פוטנציאל צמיחה משמעותי מול מדינות מתפתחות ובפרט הודו, אשר על פי נתוני Jane's הוצאותיה הביטחוניות היו השלישיות בהיקפן בעולם בשנת 2018 אחרי ארה"ב וסין. כמו כן, להערכת מידורג לחברה פוטנציאל צמיחה מול ארה"ב ומדינות מערביות נוספות, על רקע הפרסומים בדבר כוונת ארה"ב לבצע עסקאות רכש משמעותיות מהחברה בתחום ההגנה מפני טילים ומיגון אקטיבי לרכב קרבי. להערכתנו מערכת הביטחון האמריקאית מוטה ככלל לרכש מחברות אמריקאיות על פני זרות, ועל כן נכונות מערכת הביטחון האמריקאי לבצע רכש משמעותי של מוצרי החברה מעיד על מיצוב טכנולוגי מוביל בתחומה ועשוי לסלול את הדרך לרכש נוסף מהחברה בעתיד (לציוד יחידות נוספות בכוחותיה של ארה"ב ולפריסת המערכות בזירות פעולה נוספות בעולם). להערכת מידורג, לפעילות היצוא חשיפה נמוכה לסיכון אשראי לקוחות מכיוון ורובם הגם גופים ממשלתיים המאופיינים באיתנות פיננסית חזקה, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח. להערכת מידורג, 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 מידורג, היקף הפעילות המהותי מול משרד הביטחון מהווה גם הוא משקולת על רווחיות החברה.

מידרוג לא צופה כי הרכישה הצפויה של אירונאוטיקס בע"מ על ידי החברה ועל ידי מר אביחי סטולר (בסופה החברה תחזיק ב-50% מאירונאוטיקס) תתרום לתזרים החברה במהלך השנים הקרובות, אך הידוק שיתוף הפעולה בין החברות עשוי לקדם מהלכים עסקיים הנסמכים על שילוב הטכנולוגיות של שתי החברות, ולפתוח בפני רפאל חשיפה לקטגוריות מוצרים בתחום המל"טים שבהם לא פעלה ישירות עד עתה. סך ה-EBITDA של אירונאוטיקס (במאוחד) עמד על כ-14.8 מיליון דולר לשנת 2017, ובשל הפסדים תפעוליים, ב-12 החודשים שהסתיימו בתאריך 30.09.2018 עמד ה-EBITDA על 84 אלף דולר. על פי דיווחי אירונאוטיקס, אחת הסיבות לביצועים חלשים בשנת 2018 וחלק משנת 2017 הייתה התליית רישיון הייצוא של אירונאוטיקס ללקוח מהותי על ידי משרד הביטחון בחודש אוגוסט 2017. התלייה זו הוסרה במהלך חודש פברואר 2019. אנו לא מניחים חלוקת דיבידנדים ממנה לרפאל בשנים הקרובות. על פי דיווחי אירונאוטיקס, מתקיימים מגעים למכירת חברה כלולה של אירונאוטיקס, קונטרפ טכנולוגיות מדויקות בע"מ (50% ממניותיה מוחזקות על ידי אירונאוטיקס ו-50% על ידי רפאל, עוד קודם לרכישת אירונאוטיקס). התמורה ממכירת קונטרפ, באם תצא לפועל, תוריד מנטל רכישת אירונאוטיקס מצד אחד (כתלות בגובה התמורה), אך מנגד תקטין את היקף רווחי אירונאוטיקס (באיחוד יחסי NON-GAAP, קונטרופ תרמה כ-33% מהרווח התפעולי וכ-32% מה-EBITDA בממוצע בשנים 2015-2017).

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

לרפאל צבר הזמנות בהיקף משמעותי של כ-23.4 מיליארד \$ נכון ליום 30.9.2018, לאור גידול של כ-4.2% בהשוואה למועד המקביל אשתקד, מתוכו כ-45% מיועד ליצוא. הגידול בצבר ההזמנות, שהושפע לחיוב גם מהפיחות בשער החליפין של השקל למול הדולר הנבע 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) אשר עומד על 2.5 ליום 30.9.2018. היכולת לשמור על יתרונה הטכנולוגי נגזר מהשקעותיה של החברה במו"פ, המהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה. שיעור הוצאות המו"פ נטו עמד בממוצע על כ-7.7% בשנים 2016-2017, ועל כ-8.0% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2018, ומידרוג מעריכה כי שיעור הוצאות זה יוותר ברמתו בטווח הזמן הקצר והבינוני.



רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרווח התפעולי להכנסות אשר עמד על 5.6%-5.9% בשנים 2016 ו-2017, הינה נמוכה יחסית לרמת הדירוג. להערכת מידרוג, רווחיות החברה מוגבלת בשל גמישות תפעולית נמוכה ותמהיל ההכנסות המוטה למשרד הביטחון הישראלי, פעילות המאופיינת ברווחיות נמוכה ותהליכי פיתוח ממושכים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח צמיחה בהכנסות החברה בשיעור של 10%-11% בשנת 2018 ובשיעור של 4%-5% בשנת 2019. הנחה זו נגזרת בעיקר מהגידול בצבר ההזמנות בשנה החולפת, אשר מקנה נראות גבוהה יחסית להכנסות בשנים הקרובות. 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 של החברה ורלוונטיות היצע מוצריה אל מול האיזמים הקיימים והמתפתחים.

## צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים, אולם השקעות כבדות עשויות להאט את יחסי הכיסוי 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 730-770 מיליון ₪ בשנים 2018-2019 (זאת לעומת כ-706 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.9.2018) ומקורות מפעולות (FFO) בטווח של 690-720 מיליוני ₪. מידרוג מניחה גידול בצורכי ההשקעה בהון חוזר, בשל הגידול בצבר אולם גם על רקע הארכת ימי אשראי לקוחות. כמו כן, צפוי גידול בהשקעות ההוניות, שצפוי להסכתם בכ-550 מיליון ₪ בשנת 2018 ובטווח של 850-750 מיליון ₪ בשנת 2019, אשר מעבר להשקעות השוטפות, צפוי לכלול גם השקעות בתשתיות במתקני החברה ובציוד. בהתחשב בצפי לחלוקת הדיבידנד למדינה בהיקף של כ-200 מיליון ₪ בשנת 2019, לפי הערכות החברה, מידרוג מעריכה כי החברה תציג תזרימי חופשי (FCF) שלילי בשנת 2019 לפני השקעות במיזוגים ורכישות בהיקף של 650-550 מיליון ₪. החברה עשויה לבצע רכישות בהיקף של 600-900 מיליון ₪ בשנים 2019-2020, העיקרית שבהן היא רכישת 50% ממניות אירונאוטיקס בע"מ בתמורה לכ-425 מיליון ₪.

להערכת מידרוג, החברה תממן את השקעותיה בשנת 2019: רכישת אירונאוטיקס, השקעות הוניות וצרכי ההון החוזר, בעיקר ממקורותיה העצמיים ויתרות הנזילות המשמעותיות. עם זאת, מידרוג מניחה כי החברה עשויה להידרש להגדלת החוב במידה בה תתבצע רכישה משמעותית נוספת בזמן הקרוב, וזאת גם כתלות בצורכי ההון החוזר. במקרה זה, אנו מעריכים כי היקף גיוס חוב לא יעלה על 0.5 מיליארד ₪. לחברה רמת מינוף מתונה וכריות הוניות הולמות, כפי שנגזר מיחס חוב פיננסי ברוטו ל-CAP של כ-28% ליום 30.9.2018. יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה לרמת הדירוג, אולם מידרוג מעריכה כי החברה תעבה את הכרית ההונית בטווח הקצר והבינוני מתוך צבירת רווחים והמשך מדיניות הדיבידנדה הקיימת. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2019 כמתואר לעיל, צפויים יחסי הכיסוי, חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ברוטו ל-FFO, לנוע בטווחים רחבים של 2.0-2.7 ו-2.0-3.0 בהתאמה, יחסים איטיים ביחס לדירוג.

### נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי לאורך זמן, וליום 30.09.2018 אלו מסתכמות בכ-2.8 מיליארד ₪, ונובעות בין היתר מתמורת גיוס אגרות החוב בתחילת שנת 2017 וכן מקדמות מלקוחות, ומפצות במידה טובה על אופי הפעילות הפרויקטלי, הגזר צורכי הון חוזר משמעותיים ותנודתיים. יתרות נזילות אלה כוללות תיק נ"ע שיתרתו ליום 30.9.2018 הסתכמה בכ-1.3 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 תזרימי חופשי שלילי בשנים הקרובות, שימומן מהיתרות הנזילות שחלקן יועד לכך מראש ועדיין מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות תיוותר טובה ביחס לצורכי פרעון החוב של החברה. בהקשר זה יציין כי במהלך השנה החברה פרעה את אגרות החוב מסדרה ב', ועל פי לוח הסילוקין לסדרות ג'-ה' אין פירעונות קרן בשנת 2019. החל משנת 2020, פרעונות קרן שלוש הסדרות הנותרות יעמדו יחדיו על כ-155 מיליון ₪ בשנה לשנים הקרובות.

לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת בתזרימי תפעולי חזק, ביחסי כיסוי מתונים, וכן בנזילות גבוהה. מידרוג מעריכה כי מעמדה של החברה, לרבות היותה חברה ממשלתית בעלת חשיבות אסטרטגית, מקנה לה נגישות טובה לגורמים מסמנים. נציין כי החברה עומדת במרווח טוב מאמות המידה הפיננסיות להן התחייבה במסגרת גיוס סדרות האג"ח.

### 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 ברפאל בקטגוריה "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 לאיזמים 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 מוחלשת בשל העדרה של ערבות פורמלית או משתמעת לאגרות החוב, וחשיבות כלכלית בינונית עבור המדינה.

## אופק הדירוג

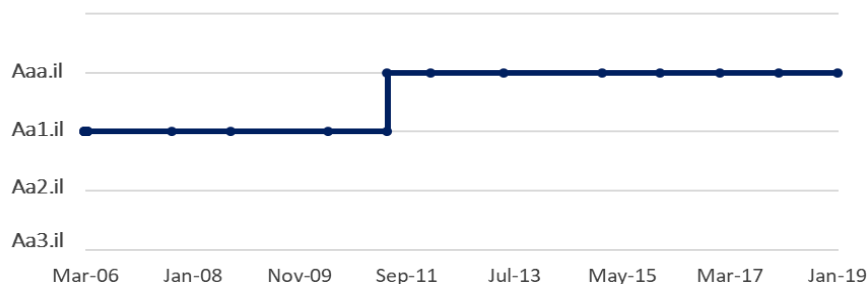
### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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 (במאוחד) מעסיקה כ- 7,500 עובדים. מנכ"ל החברה הינו מר יואב הר אבן (אלוף במיל') ויו"ר החברה הינו מר עוזי לנדאו.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[דירוג חברות תעשייה ביטחונית, דוח מתודולוגי - פברואר 2014](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה, דוח מתודולוגי - יולי 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

14.02.2019	תאריך דוח הדירוג:
13.02.2018	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.

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

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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי 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 ביעוץ 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 והיה 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 שיתייצג 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>