

רפאל – רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ

Aa1	דירוג סדרות א' ו- ב'
------------	-----------------------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב בסך של עד כ- 500 מיליון ₪ באמצעות הנפקת שתי סדרות של אג"ח צמודות קרן וריבית למדד המחירים, מח"מ משוקלל 6.5 שנים
פרופיל החברה

רפאל – רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ (להלן: "החברה" או "רפאל") התאגדה כחברה בינואר 2002. רפאל החלה פעילותה עוד בשנת 1948 במסגרת חיל המדע בצה"ל. בשנת 1958 הפעילות עברה ליחידת סמך של משרד הביטחון ובשנת 2002 הפעילות אוגדה כחברה ממשלתית, שמלוא הונה המונפק והנפרע מוחזק בידי מדינת ישראל. בעת המעבר מיחידת סמך לחברה, לקחה על עצמה המדינה מחויבויות מסוימות שעיקרן זכויות סוציאליות של עובדים בתקופת עבודתם כעובדי מדינה ומחויבויות בגין פגיעה באיכות הסביבה עד למועד שינוי התאגדות רפאל כחברה.

החברה הינה יצרנית הטילים העיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגים בעיקר בתחום הביטחוני. לחברה ארבע חטיבות: טילים, מערכות, חימוש ומנועים ורש"קים (להלן: "מנו"ר"). כל אחת מהחטיבות מהווה מרכז רווח ומו"פ ומייצרת מערכות שנמכרות ללקוחות חיצוניים, אולם, פעילותה העיקרית מבוצעת בחטיבת הטילים. רפאל נחשבת למובילה בעולם בתחום טילי אוויר אוויר לטווח קצר, ובנוסף מפתחת ומייצרת מערכות מגוונות מסוגים שונים הכוללות בנוסף לטילים מערכות נשק, מכשירי תצפית, מערכות שליטה ובקרה, מערכות הגנה, מערכות התראה ועוד. בנוסף למוצרים הביטחוניים שמפתחת החברה יש ברשותה ידע שניתן ליישום במוצרים אזרחיים. כ- 40% מסך ההכנסות מקורן במכירות למשרד הביטחון הישראלי, יתרת המכירות הינה ליצוא כאשר הלקוחות הן בעיקר מדינות. החברה משתפת בפרויקטים מובילים בארץ כדוגמת פיתוח טיל החץ ופרויקטי החלל.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים:

אלפי ש"ח	Q1-3 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
סה"כ הכנסות ממכירות	2,506,854	3,578,062	3,658,478	3,655,261
שיעור רווח גולמי	23%	24%	22%	21%
שיעור הוצאות מו"פ	9%	9%	8%	7%
שיעור רווח תפעולי	2%	4%	4%	3%
שיעור EBITDA	6%	7%	7%	7%
הכנסות מימון	**42,919	*113,367	38,907	12,749
רווח נקי	**64,608	*202,716	160,358	129,946
מזומנים ושווי מזומנים	473,353	858,631	915,502	738,529
חוב פיננסי	12,575	0	0	0
הון עצמי לסך מאזן	34.5%	31.9%	29.4%	27.8%
CFO	(381,815)	28,545	368,333	432,710
תזרים מפעילות FFO	149,655	185,612	238,961	229,936
CAPEX	(125,057)	(207,725)	(200,384)	(199,693)

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג
* כולל רווח ממימוש מניות חברת Given Imaging בסך של כ- 76 מיליון ₪.
** כולל רווח משערוך מניות חברת Given Imaging בסך של כ- 8.4 מיליון ₪.

מחברים:
קרן ממן
אנליסטית
kmaman@midroog.co.il

יובל מועלם
אנליסט בכיר
yuvalm@midroog.co.il

איש קשר:
אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 9.3.2006. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים סופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

שמירה על מעמדה כמפתחת מערכות לחימה מתוככמות תוך חיזוק נוכחותה בשווקים הבינלאומיים

במהלך השנים נצברו בחברה יכולות מוכחות של פיתוח מערכות לחימה מתוככמות אשר תואמות את צרכי הביטחון של מדינת ישראל ואשר עומדות בחזית הטכנולוגיה העולמית. החברה פועלת להמשך שימור יכולות אלו תוך חיזוק הנוכחות בשווקים הבינלאומיים באמצעות התמודדות במכרזים ובעסקאות שונות, חבירה למיזמים משותפים ורכישת חברות בעלות פעילות משלימה כדוגמת רכישה בגרמניה של חברת דינמיט נובל דיפנס בשנת 2003, אשר פיתחה מערכת לפריצת מבנים. נדגיש כי הפעילות מול לקוחות מחוץ לישראל מאופיינת בשולי רווח גבוהים מהפעילות מול משרד הביטחון בישראל.

המשך יישום תהליך התייעלות

במטרה לשפר את סך הרווח פועלת החברה להמשך יישום תוכנית התייעלות אשר כוללת צמצום עלויות קבועות, איחוד מטות ורכש וניהול אפקטיבי של תקציב המו"פ העצמי.

שיקולים עיקריים לדירוג

בסיס הפעילות של רפאל נובע מצורך גבוה של מדינת ישראל בפיתוח אמצעי לחימה מתקדמים ותחזוק "מעבדה הלאומית" הנחשבת כפעילות אסטרטגית למדינת ישראל; למרות היותה בבעלות מלאה של מדינת ישראל פעילותה מתנהלת כגוף עסקי עצמאי - תמיכת המדינה באה לידי ביטוי בסיוע בקבלת הזמנות חדשות מגופים בינלאומיים בנוסף לתקצוב פעילות מו"פ; שיעור הרווח בגין המו"פ המוזמן מאת משרד הביטחון בישראל נמוך יחסית בהשוואה לשיעור הרווח בגין מכירות ליצוא כן שהחברה פועלת בהצלחה לחיזוק נוכחותה בתעשייה הצבאית העולמית, לכך תורמת גם העובדה כי רפאל מתמקדת בלוחמה מתוככמת שהינה סגמנט צומח בענף בעולם. יחד עם זאת החברה מתמודדת מול חברות בעלות משאבים כספיים ואחרים העולים משמעותית על אלו שלה, מול מספר לקוחות מצומצם יחסית ומול שיקולים פנימיים ופוליטיים; לחברה מוניטין אשר הוכיח עצמו בלחימה; כח אדם איכותי בחתך אקדמי גבוה ומצבור ידע רב שנים; רמת עלויות גבוהה למדי הכוללת תקציבי מו"פ, השקעה מהותית ברכוש קבוע וכן עלות גבוהה של כח אדם במסגרת הסכמים ארוכי טווח; החברה טרם מיצתה את מלוא פוטנציאל ההתייעלות בפרט בניגוד אפקטיבי של תקציב המו"פ העצמי; ערב גיוס החוב, לחברה התחייבויות פיננסיות חוץ מאזניות בלבד; לאחר גיוס החוב תתמודד החברה לראשונה עם תקציב אשר עתיד לשרת חוב בסך של עד 500 מיליון ש"ח; בהתחשב בגיוס חוב ויתרות המזומן, נגזרים יחסי כיסוי התואמים את אופי הפעילות לפיו מרבית הפרויקטים נמשכים כ- 3-4 שנים.

הצורך החשוב של מדינת ישראל בפיתוח אמצעי לחימה מתקדמים מהווה את בסיס הפעילות של רפאל. פעילותה, שכוללת בין השאר, הפעלה ותחזוק של ה"מעבדה הלאומית", אסטרטגית למדינת ישראל.

פעילות החברה אסטרטגית למדינת ישראל שכן כוללת מספר מוקדי ידע ייחודיים שמספקים לישראל יתרונות טכנולוגיים בתחום הביטחון. פעילות החברה כוללת "מעבדה לאומית", בה מבוצעת פעילות פיתוח המבוססת על יעדים אסטרטגיים ארוכי טווח של המדינה (בעולם המערבי, מעבדה לאומית הינה נכס לאומי המוחזק ישירות על ידי המדינות). כפועל יוצא, המדינה מזמינה מהחברה פעילות מו"פ בהיקף של מאות מיליוני ש"ח מידי שנה. חלק מתקציב זה עתיד להיות מוסדר בחוזה ארוך טווח עד לשנת 2011. בשנת 2005 סך ההכנסות ממשד הביטחון הישראלי הסתכמו בכ-1.5 מיליארד ש"ח, כ-40% מסך הכנסות, כ-1 מיליארד ש"ח מסכום זה בגין מו"פ.

רפאל בבעלות מלאה של מדינת ישראל ומתנהלת כגוף עסקי עצמאי

רפאל בבעלות מלאה של מדינת ישראל, אולם היא פועלת כגוף עסקי המונע משיקולים כלכליים. למרות שמדינת ישראל פועלת להפרטת החברות הממשלתיות, ובחלקן את התעשיות הביטחוניות, הסבירות להפרטה מלאה של כל פעילות רפאל נמוכה יחסית בשל פעילות הפיתוח המייחדת אותה. להערכת מידרוג, תמיכת המדינה באה לידי ביטוי בניסיונותיה לבסס את רפאל כחברה עסקית ועצמאית, תוך סיוע בקבלת הזמנות חדשות מגופים בינלאומיים, בנוסף לתקצוב פעילות מו"פ כאמור לעיל. ראוי לציין כי שיעור הרווח בגין המו"פ המוזמן ממשד הביטחון בישראל נמוך יחסית בהשוואה לשיעורי הרווח מיצוא. אולם, מו"פ זה מאפשר לרפאל לפתח אמצעי לחימה אשר מרבית הערך המוסף מפיתוחם יתקבל בעתיד בעת מכירתם בחו"ל. עפ"י הסכם עם מדינת ישראל מחויבת רפאל לחלק מידי שנה דיבידנד לבעלי המניות בסכום שלא יפחת מ-50% מהרווח הנקי השנתי.

האמצעים המפותחים ברפאל תופסים, בהתאם לדוקטרינות הלחימה המערבית, משקל הולך וגדל בשדה הקרב העתידי.

בעשורים האחרונים, החלה לתפוס תאוצה הגישה כי שדה הקרב העתידי, צריך שיסתמך על אמל"ח מתוחכם ומדויק, בדומה למערכות המפותחות החברה, חלף כמויות גדולות יותר של אמל"ח פשוט, פחות מדויק וזול. גישה זו הוכחה כיעילה במלחמות המפרץ וגרמה לשינוי תפיסה בצבאות המודרניים במהלך העשורים האחרונים. בישראל, החל מתחילת שנות ה-90, גישה זו קיבלה תאוצה ובהתאם ניתן לכך יותר משקל בחלוקת התקציב.

לחברה מוניטין אשר הוכיח עצמו בלחימה, על ידי הצבאות מובילים בעולם אשר פתחו בפני החברה שווקים חדשים.

החברה צברה מוניטין רב ומוצריה הוכיחו עצמם בלחימה. השימוש במוצרי החברה בתנאי שדה אפשר קבלת משובים שבאמצעותם שופרו המוצרים. בנוסף, צבאות מובילים בעולם עושים שימוש במוצרי החברה כדוגמת: צבא ארה"ב, במלחמת המפרץ ובאפגניסטן, צה"ל, במלחמת של"ג ובמהלך האינתיפאדות, פעילות הבט"ש וכו'. ראוי לציין, כי לאור איכות המוצרים, חלקם קיבל מק"ט בצבא ארה"ב שמאפשר ליחידות לרכוש את מוצרי החברה בהליך אישור מקוצר. הוכחת היכולת והשימוש על ידי צבאות מתקדמים, פתחו לחברה שווקים נוספים ונתנו למוצריה תו איכות, כדוגמת עמידה בסטנדרטים של כוחות נאט"ו. בקשר לכך נציין כי כניסת מדינות חדשות לכוחות נאט"ו מחייבת אותן לשדרג את האמל"ח שברשותן ומוצרי החברה מהווים חלק מהאמל"ח שיש באפשרותן לרכוש לשם כך. המוניטין הטוב של החברה בעולם מאפשר לה להתקשר בעסקאות, שגם אם הן קצרות טווח, הן דורשות מהלקוח עלויות גבוהות בהתאמת פלטפורמות ובהכשרת כוח אדם שלו, שמשמעותן התקשרויות עתידיות לרכישת מוצרים נוספים מאותה משפחה.

לחברה כח אדם איכותי בחתך אקדמי גבוה, שמאפשר עמידה בחזית הטכנולוגיה, והתמודדות בהצלחה עם החברות המתחרות, וכן ההנהלה הבכירה בעלת ותק וניסיון מוכח.

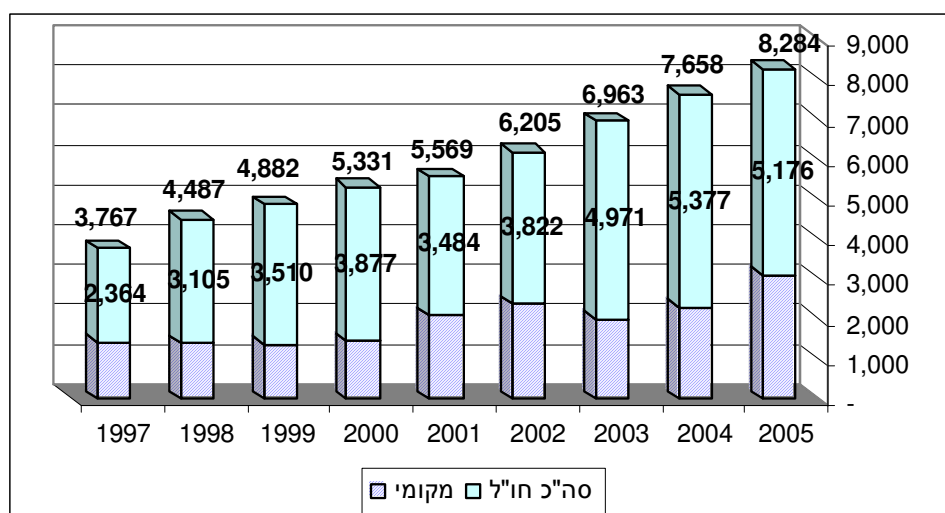
ההון האנושי של החברה, כחברת מו"פ, מתבסס על איכות כח האדם המרכיב אותה. לחברה עובדים בעלי חתך אקדמי גבוה ויכולות גבוהות אשר מאפשרים לה להתמודד בהצלחה מול מתחרות מובילות בעולם. ביום 31.12.2005 עבדו בחברה כ- 5,100 עובדים מתוכם כ- 1,135 טכנאים, כ- 1,620 בעלי תואר ראשון, כ- 911 בעלי תואר שני ו- 331 בעלי תואר שלישי. עלות ממוצעת של עובד עומדת על כ- 300 אלף ש"ח בשנה וההכנסה ממוצעת לעובד בשנת 2004 עמדה על כ- 715 אלף ש"ח. ההנהלה הבכירה של החברה כוללת עובדים בעלי ותק וניסיון רב שנים בחברה או במערכת הביטחון. השיפור המתמשך בתוצאות הכספיות משקף גם את היכולת הגבוהה של הנהלת החברה בביצוע שינויים ובראיה אסטרטגית ארוכת טווח.

החברה מזווחת על יציבות בהכנסות, גידול מתמשך בצבר ההזמנות לייצוא משמש כמנוע הצמיחה של החברה.

בשנים האחרונות דיווחה החברה על הכנסות שנתיות בסכום ממוצע של כ- 3.5 מיליארד ש"ח (בשנת 2005 כ- 3.8 מיליארד) מתוכן כ- 45% בגין מכירות בישראל. עיקר הרווחיות נובעת מיצוא מערכות מתוצרתה למדינות שונות. משך חיי פרויקט ממוצע הינו כ- 3-4 שנים. הנהלת החברה מעריכה כי הגידול בצבר ההזמנות ליצוא עתיד לתרום לגידול בהיקף ההכנסות בשנים הבאות. בשנת 2005 חל קיטון בהזמנות לחו"ל בעקבות דחייה בחתימה על מספר חוזים ועל כן עוד במהלך הרבעון הראשון של שנת 2006 נחתמו חוזים בשיעור של כ- 60% מסך ההזמנות שתוכננו לשנת 2006.

הפעילות הבינלאומית של החברה תורמת להקטנת התלות במשרד הביטחון הישראלי, לשיפור שולי הרווח ולהיקף שוק פוטנציאלי נרחב באופן משמעותי. להערכת החברה, נתח השוק שלה עומד על כ- 5% מסך שוק הביטחון העולמי (למעט פלטרמות).

ניתן להבחין בגרף המוצג מטה והמפרט את צבר ההזמנות לסוף כל שנה (במיליוני ש"ח), כי מנוע הצמיחה העתידי של החברה הינו ייצוא למדינות זרות ואת הגידול בצבר החל משנת 1997:



מבנה העסקאות עם הלקוחות השונים נגזר, בין השאר, מהסיכונים השונים של אותן מדינות, ותנאי התשלום מותאמים למאפייני הסיכון של המדינה. עפ"י מדיניות החברה, היא נוהגת לבטח בביטוח סיכונים סחר חוץ פרויקטים שהוזמנו ע"י מדינות להן נקבע דירוג אשראי בקבוצה 3 ומטה באמצעות חברת "אשרא" ושוק הביטוח הבינלאומי. בנוסף, בהתאם למדיניות החברה ולהערכת הסיכונים של אותם לקוחות, נדרשות מדינות להעביר מקדמות או תשלומים באמצעות L/C. מדיניות זו מתבטאת בסכומים זניחים של חובות אבודים.

לאורך השנים שומרת החברה על יתרת מזומן התורמת לרמת נזילות גבוהה

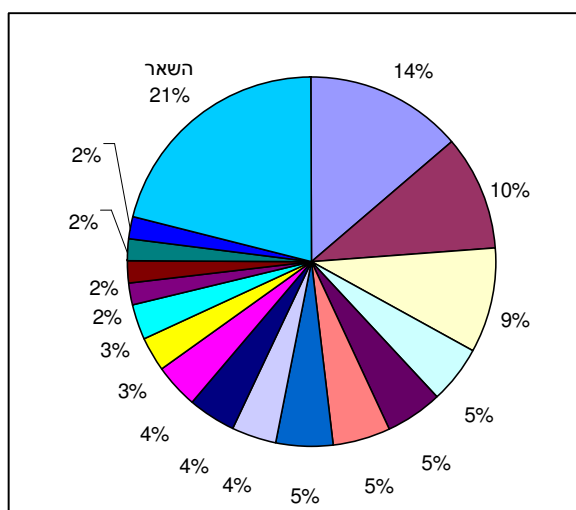
החל משנת 2002, מועד התאגדות הפעילות כחברה ממשלתית נוהגת החברה לשמור על יתרות מזומנים גבוהות. יתרת המזומן ליום 30.9.2006 עומדת על 473 מיליון ש"ח וביום 31.12.2003 הגיע להיקף שיא של כ- 910 מיליון ש"ח. יתרות המזומנים מושפעות מעיתוי כניסת הזמנות חדשות ומעיתוי עמידה באבני דרך, שכן החברה נוהגת לקבל מקדמות בין פרויקטים בהיקף של בין 10% ל- 30% מההזמנה למימון צרכים שוטפים של הפרויקט ומקבלת תשלומים בהתאם לעמידה באבני דרך. במהלך שנת 2005 עיכוב בקבלת תשלומים גרע באופן יחסי מיתרת המזומן אולם חלק מתשלומים אלו נגבו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2006 כך שיתרת המזומן נכון למועד כתיבת הדו"ח עולה על 600 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות הגבוהה תורמת ליכולת החברה לפרוע את חובותיה.

מכירות החברה מבוססות על מספר רב של פרויקטים אשר מקטינים את התלות בפרויקט בודד.

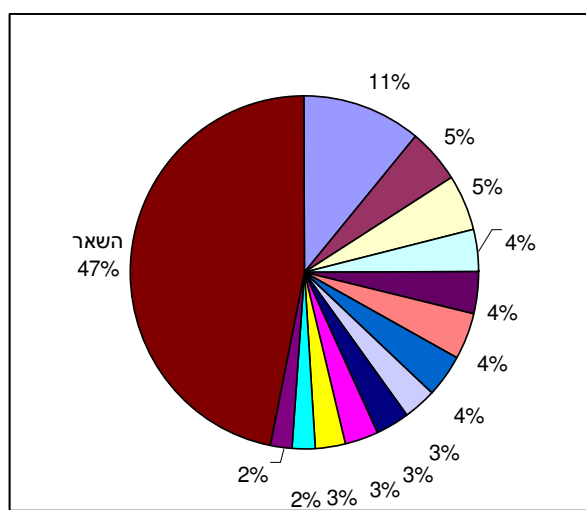
המגוון הרחב של מוצרי החברה מאפשר לה למנף את הידע הרב שנצבר בפיתוח מוצר אחד על מנת לפתח מוצרים נוספים ובכך להגדיל את התשואה מהמו"פ. כמו כן, פיתוח מוצרים רבים מאפשר הפחתת עלויות במכירת מערכות שמתקשרות ביניהן. נציין כי החברה פועלת לשפר התשואה הנובעת לה מהשקעותיה הרבות במו"פ. לחברה מספר רב של פרויקטים שמקטין את תלותה בפרויקטים בודדים, אולם, במהלך שנת 2005, חל עיכוב במספר פרויקטים אשר שחקו את רווחיות החברה וגרמו לעיכוב בקבלת מזומנים. חלק מיתרות המזומן שאמורות היו להתקבל בשנת 2005 התקבלו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2006.

פילוח פרויקטים

מסה"כ הזמנות בשנת 2005



מסה"כ מכירות בשנת 2005



אבטחת המידע בחברה המבוקרת ומפוקחת על ידי גוף חיצוני מקצועי, אשר אינו תלוי באינטרסים כלכליים, מאפשרת שמירה טובה יותר על סודות החברה.

החברה כפופה לכללי ביטחון שדה מחמירים לאור הסיווג הגבוה שלה. יישום כללים אלו מפוקח על ידי המלמ"ב (ממונה לביטחון במערכת הביטחון) ונציגיו שנמצאים בחברה כל הזמן. המלמ"ב הינו גוף מקצועי במשרד הביטחון ולכן אפשרויות של זליגת מידע לא מבוקר, נמוכות יותר מאשר בחברות אחרות שאינן פועלות בתחום פעילותה של החברה. יצוין כי גם חברות ביטחוניות בבעלות פרטית מפוקחות בהתאם לדרישות המחמירות של המלמ"ב.

גורמי סיכון עסקיים

המתחרות העיקריות של החברה הן חברות בחו"ל בעלות משאבים כספיים ומשאבי כוח אדם העולים משמעותית על אלו של החברה. בחירת הלקוח בהתקשרות עם החברה או עם מתחרותיה, נובעת גם משיקולים פנימיים ופוליטיים.

חברות מתחרות של החברה הינן חברות כדוגמת Lockheed Martin, General Dynamics וכו'. חברות אלו, הן חברות ענק אשר המשאבים הכספיים שלהן וכוח האדם שלהן עולה משמעותית על זה של החברה. תקציבן נגזר, בין השאר, מהתקציב של צבא ארה"ב, שמרכז כ- 50% מתקציב הביטחון העולמי. נדגיש כי במדינות זרות, קיימת עדיפות לרכש מערכות של חברות מקומיות, גם כאשר המערכת המקומית נחותה, בין השאר, לאור שיקולים פוליטיים ופנימיים. על כן, פיתוח טכנולוגיות חליפיות לאלו שמפתחת החברה או השגת יעדי מו"פ לפני החברה יאפשרו למתחרות לזכות במכרזים במדינות זרות, ולעיתים גם להפסד עלויות המו"פ שהושקעו על ידי החברה בפיתוח האמור. נציין כי לחברות, כדוגמת המפורטות לעיל, יש ניסיון של עשרות שנים בתחום זה ונגישות לצידוד מתוחכם ויקר שלא קיים ברשות החברה.

למרות ההשקעות הניכרות במו"פ, שולי הרווח מפעילות של פיתוח וייצור אמצעי לחימה נמוכים יחסית למקובל בענפים מקבילים, המאופיינים ברמת הסיכון והתחכום של המערכות המפותחות בענף.

שולי הרווח הנהוגים בתעשייה בה פועלת החברה אינם גבוהים ביחס לתעשיות מקבילות שמפתחות מערכות מתוחכמות, ואשר נמצאות ברמת סיכון דומה. הסיבה לכך נובעת מאופי השוק, שמחד הוא תחרותי, ומאידך ללקוחות יש מעמד חזק. שיעור הרווח התפעולי, לפני השקעה במו"פ עצמי, מהמכירות בגין הפעילות בחו"ל עומדת על כ- 15% - 16% (בשנת 2005 היחס ירד ל- 13.2% בעקבות מספר אירועים חד פעמים, כפי שיפורט בהמשך). המעמד החזק של לקוחות החברה, כדוגמא למצב בענף, נובע ממספרם המוגבל שכן שוק לקוחות החברה כולל מדינות אשר לחלקן החברה לא רשאית למכור, בעקבות הגבלות של משרד הביטחון, כדוגמת ההגבלות שהגבילה ארה"ב את ישראל בעסקת הפאלקון עם סין. חלק נוסף מהשוק כולל מדינות שאין להן צורך במערכות אותן מספקת החברה. בהתאם, מספר הלקוחות הפוטנציאליים של החברה מוגבל.

להלן נתונים כספיים עיקריים של חברות מובילות בעולם ודירוג האשראי שניתן להן על ידי Moody's:

שם חברה	Thales*	General Dynamics	Lockheed Martin	Raytheon	רפאל
נתונים כספיים	לשנה המסתיימת ב- 31.12.2003	לשנה המסתיימת ב- 2.10.2005	לשנה המסתיימת ב- 30.9.2005	לשנה המסתיימת ב- 30.9.2005	לשנה המסתיימת ב- 30.9.2005
EBIT Margin	5.0%	10.9%	7.6%	9.7%	2.7%
Debt/ Ebitda	3.4	1.3	3.2	4.3	0.05
FCF/Debt	33.3	3.4	5.2	6.2	Negative
ROA	3.0%	NA	5.6%	4.0%	8.2%
דירוג Moody's	A1	A2	Baa1	Baa3	-
Outlook	Stable	Stable	Stable	Under Review	-

* מוחזקת ב-31% על ידי ממשלת צרפת

ירידה בתקציב הביטחון בישראל, תפגע ביכולת הרכישה של משרד הביטחון, בו לחברה יש תלות.

כ- 33% עד 50% ממכירות החברה נובעות מעסקאות עם משרד הביטחון (בשנת 2005, כ- 40%), שממומן באמצעות תקציב הביטחון של המדינה. ירידה בתקציב הביטחון תקטין את יכולת משרד הביטחון לרכוש מוצרים ויכול שתשפיע על פעילותו מול החברה.

כרבע מהכנסות החברה מבוססות על מכירת שתי מערכות עיקריות.

החל משנת 2002, מעל 20% ממכירות החברה התבססו על 2 מערכות עיקריות. בשנת 2005, כ- 28% מכלל הכנסותיה נבעו ממוצרים אלו, וזאת על אף שהכנסותיה השוטפות של החברה נובעות ברובן ממספר רב של פרויקטים וממספר רב של מערכות. הרווחיות ממערכות אלו גבוהה מהרווחיות הממוצעת של החברה, לאור הרכב העלויות הקבועות של כל פרויקט, ועל כן משקלן ברווח התפעולי גבוה יותר.

2002		2003		2004		*2005		
מכירות	מההכנסות %	מכירות	מההכנסות %	מכירות	מההכנסות %	מכירות	מההכנסות %	
238	7%	634	17%	425	12%	582	17%	מערכת א
478	13%	415	11%	444	12%	374	11%	מערכת ב
3,655	20%	3,658	28%	3,578	24%	3,520	28%	סה"כ מכירות

* מבוסס על תחזית מכירות שנתית של החברה

נכס עיקרי של החברה כחברת מו"פ הינו ההון האנושי כאשר מעבר עובדים לשוק הפרטי יפגע ביכולותיה ובפוטנציאל שלה להתפתח בעתיד. עובדים נוספים שמהווים נכס אסטרטגי לחברה הם חלק מאנשי השיווק שלה.

המערכות אותן מוכרת רפאל עתירי ידע, חדשנות וטכנולוגיות מתקדמות, לכן, הנכסים החשובים שלה הם ההון האנושי והידע שנצבר בה. הכשרת עובד בחברה ארכת זמן רב, בו רוכש העובד ניסיון ויכולת לפתרון בעיות טכנולוגיות ואחרות אשר רלוונטיות לפעילות החברה. אתגר עיקרי של החברה בנושא זה, הוא יכולתה להעסיק את עובדיה לתקופות זמן ארוכות. סיכון זה הופך משמעותי בעיקר בתקופות גאות, בהן ישנו ביקוש גבוה בשוק לעובדי היי טק. בנוסף, פעילות השיווק מתבססת על מספר אנשי מפתח בעלי מומחיות בתחום הציוד הביטחוני וקשרים עסקיים. החברה מטפלת פרטנית בעובדים, בהם היא חפצה, על מנת להבטיח את המשך פעילותם עם החברה. להערכת החברה, עצם היותה חברה ממשלתית לא מקשה עליה בהשוואה לחברות פרטיות והיא לא הפסידה חוזים בגלל אי תגמול מספיק של עובדי השיווק שכן למדינה יש נכונות לעזור לה בעניין זה. לדוגמא, בשנת 2000, בשיא בועת ההיי טק, רפאל, עוד בהיותה יחידת סמך, התמודדה עם בעיית העזיבה של עובדי המחקר באמצעות מתן מענקי חתימה. מענק חתימה ניתן כהלוואה לחלק מהעובדים וההלוואה הופכות למענק באם העובד נשאר ברפאל שלוש שנים ממועד קבלת ההלוואה. כיום לחברה יש חופש פעולה נרחב יותר וגמישות בחלוקת בונוסים.

אופי המערכות המיוצרות על ידי החברה והשימוש בהן יוצרים לה חשיפה בפני סיכון של פגיעה סביבתית במהלך הייצור ומפגיעה בעקבות כשל בתפקוד המוצר. לחברה יש מערך של בקרת ייצור ובקרת איכות שעומדים בסטנדרטים גבוהים והיא מבטחת עצמה מפני סיכונים אלו.

אופי המערכות אותן מפתחת החברה מגלם סיכון גבוה בפיתוחן ובשימוש שנעשה בהן אצל הלקוחות. הסיכון בפיתוח נובע מהטיפול בחומרים נפיצים העלולים לסכן את הסביבה. השימוש שעושים לקוחות החברה במערכות מתוצרתה, חושף את החברה לסיכון מתפקוד לא תקין של המערכת שיכול לגרום לנזק רב בעל השלכות כספיות מהותיות. החברה מתמודדת מול סיכונים אלו באמצעות מערך בקרה על הליך הייצור ובקרת איכות של המוצרים ובמקביל מבטחת את פעילותה. תהליכי הבקרה האמורים, עומדים בסטנדרטים גבוהים של מכון התקנים הישראלי, ISO וכו'. החברה עומדת בשורה אחת עם חברות מובילות בענף וכולן נדרשות לעמוד בסטנדרטים גבוהים לצורך פעילותן בפרויקטים של ממשלות ארה"ב ובאירופה. סטנדרטים אלו כוללים, בין השאר, עמידה בתנאים מחמירים להגנה על איכות הסביבה, על ביטחון הסביבה והעובדים ועל איכות, בטיחות ואמינות המערכות.

בנוסף, החברה מבטחת עצמה מפני סיכונים הנובעים מפגיעה בסביבה עד לתקרה של כ- 50 מיליון דולר וכשלים במערכות הנמכרות מבוססים עד לתקרה של כ- 100 מיליון דולר. הביטוחים מבוצעים בחברות ביטוח בכל העולם שדירוגם לרוב לא פוחת מ-A3. כיוון ששוק הביטוח מאד תנודתי, לעיתים חלים שינויים בגובה סכום הנזק המבוטח.

החברה חשופה להעברת מידע עסקי רגיש לחברות מתחרות במהלך ביצוע פרויקטים בחו"ל.

חלק ניכר מהמכירות לחו"ל מבוצע באמצעות מיזמים משותפים עם חברות אחרות. במהלך ביצוע מיזם משותף, החברה נדרשת לעיתים, לחשוף סודות עסקיים וטכנולוגיות שפותחו על ידה. חשיפה זו מאפשרת לאותן חברות להשתמש באותן טכנולוגיות לפיתוח מערכות אחרות המתחרות באלו של החברה. להערכת החברה, המציאות העסקית הקיימת, כוללת נורמות שאוסרות על חברות מתחרות לפעול בצורה זו וניסיון העבר הוכיח כי סיכון זה נמוך. לעיתים, מתחייבת החברה לאפשר למדינות שרוכשות את מוצריה, לייצר לבדן, לאחר סיום הפרויקט, את המוצר הנמכר או חלקים גדולים ממנו. על כן, פעמים רוחי החברה הנובעים מחלק מהפרויקטים, הם לתקופה מוגבלת באותה מדינה. במקרים של העברת ידע מקבלת החברה תמורה אם בהסכם מכירת הידע ואם בהסכם תמלוגים.

גורמי סיכון פיננסיים

הוצאות החברה מאופיינות בעלויות גבוהות למדי וכוללות תקציבי מו"פ גבוהים, השקעה מהותית ברכוש קבוע וכן עלות גבוהה של כח אדם במסגרת הסכמים ארוכי טווח.

מיום מעבר הפעילות ממעמד של יחידת סמך לחברה, ניכרת הצלחה בשיפור הרווחיות וחיזוק המיצוב העסקי של רפאל תוך התבססות על הידע שצברה ועל ניהול אפקטיבי. יחד עם זאת, קיים פער בין שיעורי הרווחיות של החברה לשיעור הרווח של מתחרות בארץ ובעולם, המעיד כי עדיין החברה טרם מיצתה את מלוא פוטנציאל הרווחיות, והיא פועלת להמשיך ולהתייעל ולהטמיע את הגישה של פעילות בהתאם לקריטריונים של רווחיות. בכוונת הנהלת החברה להמשיך וליישם תוכנית התייעלות אשר פירותיה עשויים לבוא לידי ביטוי בשיפור הגמישות התפעולית והרווחיות.

יחסי הכיסוי לאחר גיוס החוב נמוכים ונתמכים ברמת הנזילות הגבוהה.

נכון ליום 31.12.2005 וערב גיוס החוב לחברה אין התחייבויות פיננסיות מאזניות ויתרת ההתחייבויות החוץ מאזניות הכוללות ערביות: מקדמה, ביצוע ואחרות עומדת על כ- 1,300 מיליון ש"ח. כנגד חלק מערביות אלו - 830 מיליון ש"ח ליום 31.12.2005 קיבלה החברה מזומן.

בניתוח פרופורמה, על בסיס דוחות 30.9.2005, בוחנת מידרוג את השפעת תוספת חוב באמצעות גיוס אג"ח, בהיקף של 500 מיליון ש"ח על יחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי של החברה. להערכת מידרוג, תוספת החוב, צפויה להעמיד את יחס ההון העצמי למאזן על כ- 29%, יחס החוב ל-CAP על כ- 32%, ויחס החוב פיננסי נטו ל-CAP אשר צפוי לעמוד על כ- 2%.

לאחר גיוס החוב תתמודד החברה לראשונה עם תקציב אשר עתיד לשרת חוב בסך של עד 500 מיליון ש"ח. בהתחשב בגיוס חוב בסך של 500 מיליון ש"ח ו- FFO המתבסס על תחזית החברה תוך הפעלת ניתוחי רגישות ואשר עומד על כ- 252 מיליון ש"ח, נגזר יחס כיסוי חוב על ידי FFO בשנתיים, וחוב פיננסי נטו בכ- 0.2 שנים. תזרים המזומנים הפנוי (FCF) המייצג עומד על כ- 41 מיליון ש"ח בהתחשב בהשקעות ברכוש קבוע מייצגות של כ- 150 מיליון ש"ח בשנה, וחלוקת דיבידנד שנתית בסך של כ- 61 מיליון ש"ח. יחס כיסוי חוב על ידי FCF עומד על כ- 12 וחוב פיננסי נטו בכ- 1 שנה. להערכת מידרוג שמירה על יתרות מזומן גבוהות תורמת באופן מהותי לשיפור יחסי הכיסוי.

אי עמידה באבני דרך חוזיות והערכה לא נכונה של עלויות פרויקט עלולות לפגוע ברווחיות וליצור בעיה תזרימית.

תמחור פרויקטים כולל פעמים אלמנט של אי ודאות הנובע מכך שהמו"פ טרם הבשיל. על מנת להקטין הפסדים הנובעים מאי ודאות, החברה מתקשרת בחוזים המגדירים סיכון זה כדוגמת Cost + או בחוזים שמאפשרים לה להפסיק את ההתקשרות, באם לא מצליחה להגיע לשימות טכנולוגית של המו"פ (ולאחר קבלת תמורה בגין ההשקעות שבצעה), וכו'. בנוסף היא מנהלת את המו"פ באופן מדוד ומבצעת מעקב אחר התקדמות המו"פ במספר מעגלים, על מנת לבחון את כדאיות המשך ההשקעה במו"פ באפיק הנוכחי. אי עמידה באבני דרך חוזיות דוחה את מועד קבלת התשלומים ולעיתים מחויבת החברה בתשלום קנסות. המקרים בהם החברה לא הצליחה לעמוד ביעדים טכנולוגיים, אינם גבוהים. יחד עם זאת, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005, אי עמידה באבני דרך חוזיות פגעה משמעותית בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה אשר הסתכם בסך שלילי של 380 מיליון ש"ח. לדברי הנהלת החברה, לאחר יום הדוח נרשמה התקדמות בחלק מפרויקטים אלו ונסגר חלק מהפער בתזרים המזומנים.

פעילות בהתאם לביצוע פרויקטים תנודתית, החברה מתאימה את הוצאותיה לשינויים בהכנסות באמצעות ביצוע חלק מהפעילות על ידי קבלני משנה.

הכנסות החברה מבוססות על פרויקטים ועל כן יכולים להיות שינויים מהותיים בהיקף פעילות החברה בזמן הקצר. החברה יוצרת לעצמה גמישות בהוצאות באמצעות פיתוח עצמי של הליבה והשכל של מוצריה וביצוע יתר העבודה, ובכלל זה חלק מפעילות היצור ורכישת מוצרים נלווים, באמצעות קבלני משנה או רכישתם מספקים.

לשינויים בשערי החליפין יש השפעה על תוצאותיה העסקיות של החברה.

הכנסות החברה צמודות מט"ח בעוד שרוב הוצאותיה משולמות בצמוד לשקל. לירידה בשערי החליפין של המט"ח ביחס לשקל ישנה השפעה שלילית על רווחי החברה. עפ"י מדיניות ההגנה של החברה, עסקאות שנעשות במט"ח (שאינו דולר ארה"ב או יורו) מוצמדות במלואן לשע"ח של הדולר ארה"ב או לשע"ח של היורו. תזרים המזומנים הצפוי בדולר או ביורו מקבל הגנה, אם כי אינה מלאה, ולפיכך קיימת חשיפה מסוימת של השינויים בשערי חליפין על תוצאותיה העסקיות של החברה. רמת הכיסוי נקבעת עפ"י שיקול דעתה של החברה בתאום עם יועצים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- פגיעה במוניטין של החברה ושל מערכות מתוצרתה;
- החלשות הקשר האסטרטגי בין מדינת ישראל לבין רפאל אשר יכול לבוא לידי ביטוי גם בקיצוץ ההזמנות ממשרד הביטחון;
- ירידה משמעותית בתקציב הביטחון בארץ ובעולם;
- הרעה משמעותית ברווחיות, ביכולת ייצור תזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי;

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ברווחיות, יכולת ייצור תזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי;

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג - מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים לשלם
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בצידוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + גידול במסים נדחים לשלם + גידול בזכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) - דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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.

דו"ח מספר : IC080306500M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן : "מידרוג") 2006.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן : "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, 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 צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.