

רפאל – רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ

אופק הדירוג: יציב	Aa1	דירוג סדרה
--------------------------	------------	-------------------

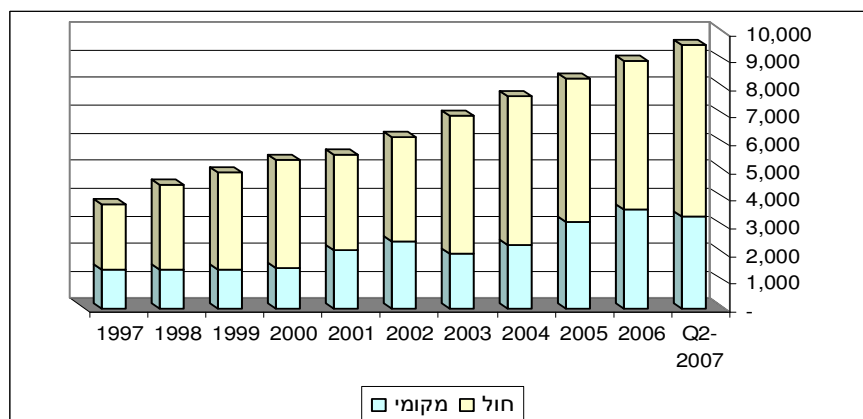
הדירוג ניתן להרחבת אג"ח סדרה א' בסך של עד כ-104 מיליון ש"ח על ידי רפאל – רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ ("רפאל" או "החברה"). הגיוס הינו השלמה של גיוס חוב מצטבר בסך של כ-500 מיליון ש"ח, מזה גויס בחודש מרץ 2006 סך של כ-396 מיליון ש"ח באמצעות הנפקת שתי סדרות – כ-328 מיליון ש"ח חוב גויס באמצעות הנפקת אגרות חוב (סדרה א') וכ-68 מיליון ש"ח חוב גויס באמצעות הנפקת אגרות חוב (סדרה ב'). האג"ח ייפרע ב-4 תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2010-2013 בריבית שנתית נקובה של 4.5%. הריבית והקרן צמודות למדד.

התפתחויות עיקריות¹

גידול מתמשך בצבר ההזמנות לייצוא, המשמש כמנוע הצמיחה של החברה. החברה נהנתה מגידול ניכר במקדמות מלקוחות עקב העלייה בצבר ההזמנות

בשנת 2006 וברבעון הראשון של 2007 חלה עלייה ניכרת בצבר ההזמנות של החברה. בשנת 2006 התקבלו בחברה המאוחדת הזמנות חדשות בהיקף של 5,586 מיליון ש"ח לעומת 4,124 מיליון ש"ח בשנת 2005. צבר ההזמנות של החברה במאוחד נכון לסוף שנת 2006 הגיע ל-8,947 מיליון ש"ח, מתוכן 6,195 לייצוא. צבר ההזמנות נכון לסוף הרבעון השני של 2007 הסתכם ב-9,480 הזמנות, מתוכן 6,195 לייצוא. עיקר הכנסות החברה ורווחיותה נובעים מייצוא מערכות לחי"ל. הנהלת החברה מעריכה כי הגידול בצבר ההזמנות לייצוא עתיד לתרום לגידול בהיקף ההכנסות בשנים הבאות. הפעילות הבינלאומית של החברה תורמת להקטנת התלות במשרד הביטחון הישראלי, לשיפור שולי הרווח ולהרחבת היקף השוק הפוטנציאלי באופן משמעותי. להערכת החברה, נתח השוק שלה עומד על כ-5% מסך שוק הביטחון העולמי (למעט פלטרפורמות). כתוצאה מהגידול בצבר ההזמנות רשמה החברה גידול בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת שנבע מקבלת מקדמות מלקוחות. פרישת הצבר הינה לתקופה של כשלוש שנים.

להלן צבר ההזמנות בהתפלגות בין ישראל לבין חו"ל בשנים 1997-2007 (במיליוני ש"ח):



¹ סקירה זו כוללת את ההתפתחויות העיקריות בחברה בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007, אלא אם צוין אחרת.

מחברים:
יובל זינרייך
אנליסט

yuvalz@midroog.co.il

סיגל יששכר
ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
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

פירוק חטיבת המערכות ושילובה במסגרת חטיבות החברה האחרות

ביום 30.1.2007 החליט דירקטוריון החברה לאמץ את המלצות הנהלת החברה, המבוססות על בחינה מקיפה שבוצעה החל מתחילת 2006 על ידי חברת הייעוץ האסטרטגי שלדור. החל מיום 1.5.2007 מיושמות ההמלצות, שעיקרן הינו פירוק חטיבת המערכות ושילוב יחידותיה בשלוש החטיבות האחרות. פעילויות חטיבת המערכות יוסיפו להתבצע בתוך החטיבות האחרות, לפי העניין. חטיבת הטילים צפויה לספוג לתוכה את מרבית הפעילות של חטיבת המערכות. פעילות יתר החטיבות תמשיך להתבצע במתכונתה הנוכחית, כאשר השינוי העיקרי נעוץ בשינוי הכפיפות הארגונית. מרבית בעלי התפקידים בהנהלת חטיבת המערכות שולבו בתפקידים אחרים בחברה. בשל שילוב יחידות חטיבת המערכות בחטיבות החברה האחרות, העריכה הנהלת החברה כי לא צפויות לחברה עלויות נוספות לרבות עלויות נטישת ציוד או פיטורי עובדים וההתייעלות הצפויה תבוא לידי ביטוי בהקטנת הקליטה העתידית של עובדים חדשים. הלכה למעשה, לשינוי לא הייתה השפעה על מצבת העובדים בחברה.

מטרת השינוי הארגוני היא התאמת קווי המוצרים לשווקים הקיימים והעתידים, הקטנת חיכוכים פנימיים בחברה וייעול התקשורת הפנים ארגונית, ובסך הכל - שיפור ביצועיה של החברה בשנים הבאות, בעיקר על ידי מיקוד הפעילות בתחומי עסקים מובילים.

בחודשים ינואר עד מאי 2007 רשמה חטיבת המערכות הפסד תפעולי של כ-55 מיליון ש"ח (כ-43 מיליון ש"ח בשנת 2006 כולה), מתוכו כ-30 מיליון ש"ח מההפסד נבעו מהפסד חד-פעמי יוצא דופן. החל מחודש מאי 2007 לא יבוצע דיווח נפרד על חטיבה זו.

גידול משמעותי בהכנסות מהשווקים בישראל ובאירופה ב-2006, סטגנציה וירידות קלות בשאר שווקי הפעילות. המשך מגמת התחזקות השוק האירופי ניכרת ברבעון הראשון של 2007

בשנת 2006 גדלו באופן משמעותי ההכנסות של החברה סולו מהשווקים בישראל ובאירופה שצמחו בשיעורים של כ-27% וכ-24%, בהתאמה, בהשוואה ל-2005. בשאר שווקי הפעילות (צפון אמריקה, המזרח הרחוק ושאר העולם) ניכרת סטגנציה ואף ירידות קלות בהכנסות. להערכת החברה, מגמת הגידול בשוק האירופי צפויה להימשך גם ב-2007, ושוק זה צפוי להוות קרוב לכ-30% מהכנסות החברה. בשאר השווקים החברה לא צופה צמיחה משמעותית.

התפלגות המכירות (החברה סולו) על פי אזור גיאוגרפי (במיליוני ש"ח):

2005		2006		*2007		
%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	
43%	1,495	47%	1,904	40%	1,877	ישראל
17%	598	18%	739	27%	1,269	אירופה
13%	469	11%	447	9%	425	צפון אמריקה
20%	711	16%	647	14%	658	המזרח הרחוק
7%	243	7%	283	10%	491	שאר העולם
100%	3,516	100%	4,019	100%	4,720	סה"כ

* נתוני 2007 על פי תחזיות החברה המבוססות על נתוני ביניים של הרבעון השני

השפעת מלחמת לבנון השנייה

במהלך הרבעון השלישי של 2006 נרשמה נוכחות חלקית של כ-80% במוצע מעובדי החברה, זאת עקב מלחמת לבנון השנייה ומיקומה של החברה בטווח איום הטילים, ואולם, להערכת החברה, היא לא נפגעה באופן מהותי בתקופת המלחמה. לצד זאת, המלחמה חיידה את הצורך במערכות אותן מפתחת החברה, בעיקר בתחומי המיגון לרכבים קרביים משוריינים וההגנה נגד טילים ובהתאם החברה מעריכה שייתכנו הזמנות מסוימות, בעיקר ממערכת הביטחון.

סקירת תוצאות הפעילות

רפאל (מאוחד), דוחות רווח והפסד ויחסי רווחיות באלפי ש"ח ואחוזים

FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	Q1-2006	Q1-2007	אלפי ש"ח
							הכנסות ממכירות ומביצוע עבודות
1,461,487	1,482,489	1,348,206	1,437,346	1,773,819	389,910	385,759	מערכת הביטחון
356,806	330,805	216,916	327,330	359,864	92,280	111,369	לקוחות אחרים בארץ
1,836,968	1,845,184	2,012,940	2,102,781	2,315,845	446,090	564,360	לקוחות בחו"ל
3,655,261	3,658,478	3,578,062	3,867,457	4,449,528	928,280	1,061,488	מכירות
2,886,254	2,863,859	2,724,240	3,056,303	3,569,565	705,694	853,821	עלות העבודות
769,007	794,619	853,822	811,154	879,963	222,586	207,667	רווח גולמי
255,134	276,612	316,946	289,090	295,379	74,395	77,167	הוצאות מו"פ
211,468	206,989	216,609	224,691	219,118	57,003	51,633	הוצאות מכירה ושיווק
182,617	176,943	190,229	204,484	204,702	53,588	54,237	הוצאות הנהלה וכלליות
119,788	134,075	130,038	92,889	160,764	37,600	24,630	רווח תפעולי
12,749	38,907	113,367	47,829	29,589	2,610	14,899	הכנסות מיימן, נטו
7,761	5,364	7,958	10,857	(17,117)	(23,615)	7,121	הכנסות אחרות, נטו
140,298	178,346	251,363	151,575	173,236	16,595	46,650	רווח לפני מיסים
6,243	43,462	78,169	43,391	31,256	2,218	8,929	מיסים
134,055	134,884	173,194	108,184	141,980	14,377	37,721	רווח לאחר מס
(4,109)	25,474	29,522	(15,355)	(25,645)	(9,667)	(4,453)	רווחים (הפסדים) מחברות מוחזקות
129,946	160,358	202,716	92,829	116,335	4,710	33,268	רווח נקי לתקופה
21.0%	21.7%	23.9%	21.0%	19.8%	24.0%	19.6%	רווח גולמי %
5.8%	5.7%	6.1%	5.8%	4.9%	6.1%	4.9%	מכירה ושיווק %
5.0%	4.8%	5.3%	5.3%	4.6%	5.8%	5.1%	הנהלה וכלליות %
3.3%	3.7%	3.6%	2.4%	3.6%	4.1%	2.3%	רווח תפעולי %
263,430	257,050	260,338	236,865	288,475	67,904	55,078	EBITDA
7.2%	7.0%	7.3%	6.1%	6.5%	7.3%	5.2%	EBITDA %

גידול נאה בהכנסות בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007. הגידול נבע בעיקר מגידול בהכנסות חטיבות הטילים והחימוש

בשנתיים האחרונות חל גידול בהכנסות החברה במאוחד אשר צמחו בשנת 2006 בשיעור של כ-15% מסך של כ-3,867 מיליוני ש"ח בשנת 2005 לסך של כ-4,450 מיליוני ש"ח בשנת 2006, בהמשך לצמיחה של כ-8% בשנת 2005. הכנסות הרבעון הראשון לשנת 2007 צמחו בשיעור של כ-14% ביחס לרבעון המקביל אשתקד. עיקר הגידול בהכנסות בשנים 2005-2006 נבע מגידול של כ-21% וכ-46% בהכנסות החברה סולו מחטיבות הטילים (גידול מצטבר בשנים אלו של כ-368 מיליון ש"ח) והחימוש (גידול מצטבר בשנים אלו של כ-272 מיליון ש"ח), בהתאמה.

פעילות החברה מרוכזת ומבוצעת על ידי ארבע חטיבות (כאמור לעיל, החל מיום 1.5.2007 מבוצעת הפעילות על ידי שלוש חטיבות בלבד לאחר פירוק חטיבת המערכות ושילובה במסגרת החטיבות האחרות) הפועלות כמרכזי רווח והמקיימות ביניהן התקשרויות ומכירות הדדיות, המתבצעות על פי רוב במחירי שוק. על סמך הנתונים, ניתן לראות כי חטיבת הטילים מאופיינת בסך מכירות חיצוניות הגבוה ביותר, כ-53% מסך המכירות לשנת 2006, על סמך הערכות החברה. לעומתה, שיעור המכירות לחיצוניים של חטיבת המערכות עומד בשנת 2006 על כ-23% מכלל המכירות סולו של החברה. חטיבות המערכות והמנו"ר מפתחות מערכות לטובת חטיבת הטילים ועל כן הכנסותיהן ממכירות חיצוניות אינן משקפות את תרומתן המלאה לחברה.

התפלגות מכירות חיצוניות (סולו) על פי חטיבות, במיליוני ש"ח

2004		2005		2006		Q1-2007		
%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	%	הכנסות	
53%	1,744	55%	1,930	53%	2,112	47%	428	טילים
26%	848	21%	729	23%	905	21%	193	מערכות
18%	588	21%	754	21%	860	27%	243	חימוש
4%	136	3%	115	3%	138	4%	37	מנור
0%	(2)	0%	(8)	0%	4	1%	6	שונות
100%	3,314	100%	3,520	100%	4,019	100%	907	סה"כ

שחיקה ברווחיות הגולמית. חטיבת המערכות הוסיפה להיות הפסדית

הרווחיות הגולמית נשחקה בשנת 2006 לשיעור של כ-19.8% משיעור של כ-21.0% בשנת 2005. השחיקה בשנת 2006 נבעה בעיקר מביטול הסכם עידוד הצמיחה (שמסתכם בסך של 55 מיליון ש"ח לשנה) החל מהרבעון השלישי של 2005 וכן בגין הפרשות שבוצעו בגין סיכונים ואי וודאויות בפרויקטים מסוימים ומגידול בעלויות השכר. ברבעון הראשון של שנת 2007 ניכרת יציבות ברווח הגולמי לעומת שנת 2006 כולה. יש לציין כי הרווח הגולמי הושפע לרעה ברבעון זה מתיסוף השקל מול הדולר.

הרווח התפעולי והתזרים התפעולי EBITDA רשמו שיפור בשנת 2006, חרף השחיקה ברווח הגולמי, בשל הגידול בהכנסות ושמירה על הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות ברמה קבועה. ברבעון הראשון של שנת 2007 ניכרת שחיקה ברווחיות התפעולית.

בעוד חטיבות החברה השונות מציגות במהלך השנים האחרונות רווחים תפעוליים חטיבת המערכות רשמה הפסדים תפעוליים בשנים אלו. ביום 1.5.2007 פורקה כאמור חטיבה המערכות ופעילותה שולבה במסגרת חטיבות החברה האחרות, מהלך אשר החברה מקווה כי ישפר את רווחיותה הכוללת. חטיבת המערכות רשמה בארבעת החודשים הראשונים של 2007, עד פירוקה, הפסדים תפעוליים מצטברים של כ-55 מיליון ש"ח, אשר יירשמו גם כהפסדים השנתיים שלה בדוחות החברה, כ-30 מיליון ש"ח מתוכם בגין הפסד חד-פעמי יוצא דופן.

התפלגות הרווח התפעולי על פי חטיבות במיליוני ש"ח

2004		2005		2006		*2007		
אחוז מהמכירות	רווח (הפסד) תפעולי	אחוז מהמכירות	רווח (הפסד) תפעולי	אחוז מהמכירות	רווח (הפסד) תפעולי	אחוז מהמכירות	רווח (הפסד) תפעולי	
6.1%	110	6.1%	123	אין נתונים	137	אין נתונים	72	טילים
(10.3%)	(100)	(14.8%)	(129)		(43)		(55)	מערכות
5.1%	36	5.1%	44		42		68	חימוש
5.3%	16	5.3%	6		2		2	מנור
	33		16		(33)		(6)	שונות
	95		60		105		81	סה"כ

* נתונים למחצית הראשונה של 2007.

שיפור ברווחיות השוק האירופאי לצד הרעה ברווחיות בישראל. הרווחיות התפעולית הכוללת נותרה יציבה יחסית

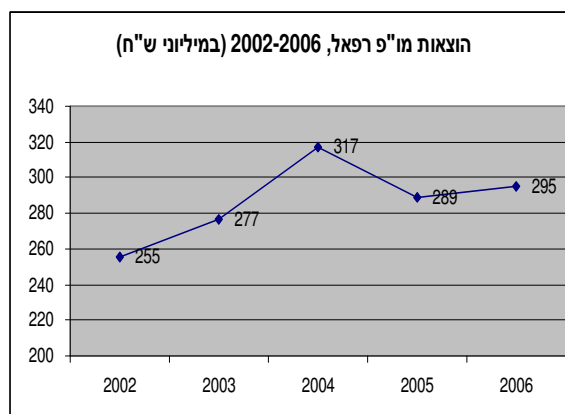
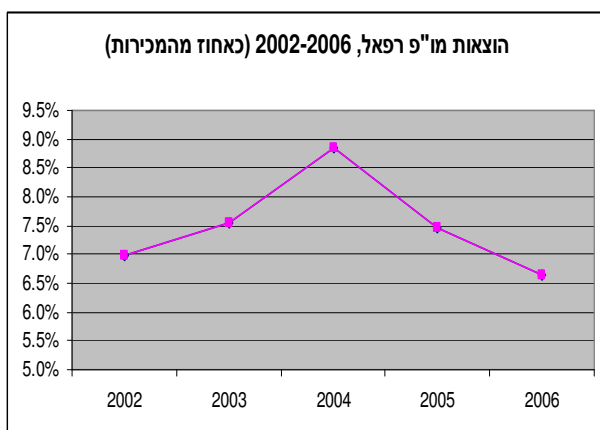
הרווחיות התפעולית נותרה יציבה יחסית בשנים האחרונות, בסביבות 3.0%. בתוך כך ניכרת שונות גבוהה בין שווקי הפעילות השונים, כאשר השוק האירופי (כ-18% מהכנסות החברה סולו בשנת 2006 עם מגמת עלייה) מוביל את הרווחיות ואילו השוק בישראל (כ-40% מהכנסות החברה סולו עם מגמת ירידה) מוריד אותה בחדות. הרווחיות הנמוכה בישראל נובעת מאילוץ של רפאל כלפי משרד הבטחון להציג רווחיות תפעולית מרבית של 10% ביחס למכירות למשרד הביטחון, וכן מאי הכרה של משרד הביטחון בחלק מעלויות הפרויקטים. השונות הגבוהה ברווחיות ממדינות זרות הינה כתוצאה ממאפייני הפרויקטים ומתנאי שוק שונים.

2004		2005		2006		*2007		
% רווח לפני מו"פ	% מההכנסות	% רווח לפני מו"פ	% מההכנסות	% רווח לפני מו"פ	% מההכנסות	% רווח לפני מו"פ	% מההכנסות	
6%	46%	5%	43%	אין נתונים	47%	3%	40%	ישראל
16%	15%	14%	17%		18%	21%	27%	אירופה
23%	14%	20%	13%		11%	19%	9%	צפון אמריקה
10%	20%	5%	20%		16%	2%	14%	המזרח הרחוק
24%	5%	22%	7%		7%	7%	10%	שאר העולם
12%	100%	10%	100%		100%	10%	100%	סה"כ

* תחזית החברה לשנת 2007.

נמשכה מגמת הקיטון היחסי בהוצאות המו"פ

תחומי הפעילות העיקריים של רפאל הינם פיתוח טכנולוגיות ומערכות. החברה משקיעה במחקר ופיתוח, באופן קבוע, על מנת לשמר ולקדם את הטכנולוגיה שבשימושה, התואמת את פעילויותיה בהווה, פעילויותיה העתידיות ודרישות צפויות של השוק ומערכת הביטחון. הוצאות המו"פ מוצגות בדוח רווח והפסד בניכוי מענקי מדען ראשי והשתתפויות. בשנת 2006 ניכרת ירידה בשיעור הוצאות המו"פ מהמכירות. כך, בשנת 2006 השקיעה רפאל במחקר ופיתוח עצמי סך של כ-295 מיליון ש"ח אשר היוו כ-6.6% מהמכירות לעומת סך של כ-289 מיליון ש"ח אשר היוו כ-7.5% מהמכירות בשנת 2005. להערכת החברה הירידה בהוצאות המו"פ ביחס להכנסות תימשך גם בשנת 2007.



הרווח הנקי תנודתי ונשחק בשנתיים האחרונות, בעיקר כתוצאה מקיטון בהכנסות המימון, מהשתתפות החברה בהפסדי חברות מוחזקות ומהוצאות אחרות

הרווח הנקי לאורך השנים תנודתי יחסית כתוצאה מתנודתיות בהכנסות המימון בשילוב של רווחים והפסדים מחברות מוחזקות. בשנת 2006 חלה ירידה חדה בהכנסות המימון נטו בהשוואה לשנת 2005. הירידה נבעה הן מעלייה בהוצאות המימון, בעיקר בשל גיוס האג"ח בחודש מרץ 2006, והן מירידה בהכנסות מהשקעות לז"ק וברוח משערך מניות סחירות (כולל עסקאות עתידיות, הפרשי שער והצמדות אחרות). ברבעון הראשון של שנת 2007 ניכרת שוב עלייה בהכנסות נטו ממימון בהשוואה לרבעון המקביל, בעיקר בשל עליית ערך ני"ע סחירים. בשנת 2006 נרשמו הוצאות אחרות נטו בסך של כ-17.1 מיליון ש"ח לעומת הכנסות אחרות נטו של כ-10.8 מיליון ש"ח בשנת 2005. ההוצאות האחרות בשנת 2006 כללו כ-10.0 מיליון ש"ח בגין מחיקת מלאים, כ-8.0 מיליון ש"ח הפרשה לתביעה של מזמין עבודה וכ-6.7 מיליון ש"ח הפרשה להתחשבות מול האוצר. מחיקת המלאים התבצעה באחת מיחידות החברה כתוצאה ממלאי מת.

גידול בתזרים פרמננטי FFO ובתזרים הכולל מפעילות שוטפת. התחזקות ביחסים השוטף והמהיר של החברה בשנתיים האחרונות

בשנת 2006 חלה עלייה בתזרים הפרמננטי FFO מכ-220 מיליון ש"ח ב-2005 לכ-253 מיליון ש"ח ב-2006 בשל הגידול ב-EBITDA. התזרים הכולל מפעילות שוטפת גדל בשנת 2006 ועמד על כ-468 מיליון ש"ח בהשוואה לסך שלילי של כ-278 מיליון ש"ח בשנת 2005, בשל ירידה בצורכי הון חוזר. הירידה בהון החוזר נבעה בעיקר מירידה בסעיף הלקוחות, עלייה בקבלת מקדמות מלקוחות ועלייה בספקים. ברבעון הראשון של שנת 2007 חלה שוב עלייה בצורכי הון חוזר שהובילה לתזרים שלילי. בשנים האחרונות ביצעה החברה השקעות משמעותיות ברכוש קבוע, בהיקף של 180-190 מיליון ש"ח לשנה, בהשוואה לפחת בהיקף של כ-30 מיליון ש"ח לשנה.

רפאל (מאוחד) תזרימי מזומנים, במיליוני ש"ח

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-2007	
186	220	253	49	FFO
(157)	(498)	216	(56)	ירידה (עלייה) בצורכי הון חוזר
29	(278)	469	(7)	CFO
(208)	(198)	(204)	(31)	CAPEX
(179)	(476)	264	(38)	CFO-CAPEX
-	40	27	-	DIV
(195)	411	191	251	סך צרכי הון חוזר לסוף תקופה
Negative	10.6%	4.3%	5.9%	צרכי הון חוזר להכנסות
1.4	1.6	1.7	1.7	יחס שוטף
1.1	1.2	1.4	1.3	יחס מהיר

גידול בסך המאזן של החברה בשנת 2006 לאחר סטגנציה בשנת 2005 שנבעה מעיכוב בקבלת תקבולים מלקוחות
 עיקר נכסי החברה כוללים רכוש שוטף, ובפרט מזומנים וחובות לקוחות. בשנת 2006 חל גידול בסך הנכסים, בשיעור של כ-24.7%, לאחר שבשנת 2005 לא נרשם גידול במאזן החברה כתוצאה מעיכוב בקבלת תקבולים מלקוחות. הגידול ב-2006 נבע בעיקר כתוצאה מהגידול במזומנים וההשקעות לזמן קצר שנבע מתמורת גיוס האג"ח וממקדמות נטו שהתקבלו מלקוחות. במהלך שנת 2006 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ-27 מיליון ש"ח לבעלים (מדינת ישראל).

רפאל - מאזן מאוחד, באלפי ש"ח

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.3.2007	
305,932	204,788	683,693	672,489	מזומנים ושווי מזומנים
552,699	293,226	483,716	489,223	השקעות לזמן קצר
959,588	1,373,702	1,381,539	1,411,561	לקוחות
121,139	124,040	137,723	138,540	חייבים ויתרות חובה
504,474	542,840	645,049	737,299	מלאי עבודות בביצוע
2,443,832	2,538,596	3,331,720	3,449,112	סך רכוש שוטף
	8,124	6,050	5,531	יתרות חובה לזמן ארוך
63,553	50,868	34,608	30,605	השקעות בתאגידים מוחזקים
680,746	694,323	742,776	737,431	רכוש קבוע נטו
	6,191	5,928	5,800	רכוש אחר נטו
	1,657	-	-	השקעה במניות סחירות
36,890	38,385	42,715	41,248	לקוחות לזמן ארוך ומסים נדחים
3,300,119	3,338,144	4,163,797	4,269,727	סך נכסים
-			12,939	אשראי מתאגידים בנקאיים
586,619	637,348	716,799	648,711	ספקים ונותני שירותים
747,044	669,964	720,999	762,877	זכאים ויתרות זכות
446,166	322,387	535,380	624,229	מקדמות ממזמיני עבודות בניכוי עבודות בביצוע
1,779,829	1,629,699	1,973,178	2,048,756	סך התחייבויות שוטפות
				התחייבויות לז"א
	70,952	49,245	43,560	התחייבות בגין רכישת רכוש קבוע
92,472	269,827	265,597	265,975	מקדמות ממזמיני עבודות
369,984				אחר
	237,621	258,933	261,500	התחייבויות בגין זכויות עובדים
	-	2,827	3,070	התחייבויות אחרות
	-	394,809	394,849	אגרות חוב
6,208	5,701	5,337	5,718	מיסים נדחים
1,051,626	1,124,344	1,213,871	1,246,299	הון עצמי
3,300,119	3,338,144	4,163,797	4,269,727	סך התחייבויות והון עצמי

עלייה ביחסי המינוף בעקבות גיוס האג"ח, אם כי אלו נותרו טובים יחסית, גם לאחר הגיוס הנוסף. כמו כן לחברה יתרות מזומנים גבוהות מאוד

ליום 31.3.2007 הסתכם החוב הפיננסי במאוחד בכ-408 מיליון ש"ח והורכב ברובו מאג"ח (סדרה א') שגייסה החברה בחודש מרץ 2006 לפרעון בשנים 2010-2013 ובריבית שנתית נקובה של כ-4.5%. יחס החוב ל-CAP לאותו מועד עמד על כ-24.6% ויחס ההון העצמי לסך המאזן היה כ-29.2%. גיוס אג"ח נוסף בהיקף מתוכנן של כ-104 מיליון ש"ח יעלה את יחס החוב ל-CAP לשיעור של כ-30.4% ויוריד את יחס ההון העצמי למאזן לשיעור של כ-28.3%. להערכת מידרוג אלו יחסים טובים עבור חברה מסוגה של רפאל, המצביעים על איתנות פיננסית טובה ההולמת את רמת הדירוג. יש לציין כי עד כה לא נוצלה מרבית תמורת גיוס האג"ח, ולחברה יתרות מזומן גבוהות מאוד. עודף התיק הנזיל על החוב הפיננסי ליום 31.3.2007 עמד על כ-754 מיליון ש"ח. יחסי כיסוי החוב לתזרימי המזומנים השוטפים הינם טובים.

**חוב פיננסי ויחסי איתנות
במיליוני ש"ח**

12.04	12.05	12.06	3.07	פרופורמה לאחר הגיוס	
1,052	1,124	1,214	1,246	1,246	הון עצמי
0	395	395	408	512	חוב פיננסי
1,058	1,130	1,219	1,660	1,764	CAP
3,300	3,338	4,164	4,270	4,374	סך נכסים
859	498	1,167	1,162		מזומנים והשקעות ז"ק
31.9%	33.7%	29.2%	29.2%	28.5%	הון עצמי/מאזן
0.0%	34.9%	32.4%	24.6%	29.0%	חוב פיננסי/CAP

יחסי ביסוי

FY 2005	FY 2006	Q1-2007*	פרופורמה לאחר הגיוס*	
1.7	1.4	1.9	2.3	חוב פיננסי ל- EBITDA
1.8	1.6	2.1	2.6	חוב פיננסי ל- FFO
שילי	0.8	שילי	שילי	חוב פיננסי ל- CFO
שילי	1.5	שילי	שילי	חוב פיננסי ל- CFO-CAPEX

* היחסים מחושבים על בסיס רבעון ראשון בגילום שנתי פשוט

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 ;

אודות המנפיק

רפאל – רשות פיתוח אמצעי לחימה בע"מ 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. החברה מעסיקה כ-5,010 עובדים נכון לסוף שנת 2006.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

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

סולם דירוג התחייבויות:

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 משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CIR080907104M

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") 2007.

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 בעינינו 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 מנפיק, 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.