

# רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | מאי 2023

## אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות - מעריך דירוג ראשי  
[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים - מעריכת דירוג משנית  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

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

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:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
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

הדירוג Aaa.il לאג"ח (סדרות ג', ד', ה') מגלם: 1. הערכת אשראי בסיסית (Baseline Credit Assessment - BCA) aa2.il שהינה הערכת מידרוג לאיתנות הפיננסית הפנימית של החברה, בהיעדר תמיכה מיוחדת מהמדינה; 2. הטבה דירוגית של 2 נוטשים על היותה של החברה בבעלות ממשלתית מלאה, ונוכח הערכת מידרוג למידת תמיכה מיוחדת בקטגוריית סבירות "גבוהה מאוד" מצד המדינה ותלות הדדית "גבוהה מאוד", בהתאם לקריטריונים שמידרוג בוחנת על פי המתודולוגיה לדירוג מנפיק קשור למדינה.

הערכת האשראי הבסיסית לחברת רפאל נתמכת במיצוב עסקי מוביל ויתרונות יחסיים בולטים בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישה ביטחוניים בעולם, ובפרט, ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים, פודים אלקטרו אופטיים ומערכות מיגון לרק"מ. תמהיל המכירות המוטה לשוק המקומי, יחסית לחברות הביטחונית האחרות בארץ (כמחצית המכירות והצבר לאורך זמן), מגביל את הפיזור העסקי, אולם לחברה מרכיב ייצוא מהותי, בפיזור בטריטוריות גאוגרפיות שונות, הכולל שווקים מפותחים ומתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה.

ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכת מידרוג בסיכון נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. תקציבי הביטחון בחלק גדול ממדינות העולם ובפרט בישראל, באירופה ובארה"ב צפוי לגדול בשנת 2023 וזאת נוכח המצב הגיאוגרפי ומתיחות ביטחונית, עם צמיחה בשיעור חד סיפירתי גבוה בתקציבי הביטחון ברחבי העולם בשנת 2023, עפ"י תחזיות מוד"סי<sup>1</sup>, וזאת בהובלת הגידול בתקציב הביטחון האמריקאי (גידול של כ-10% למול גידול של כ-5% בשנת 2022).

צבר ההזמנות גדל בהיקף משמעותי בשנת 2022 מכ-28.8 מיליארד \$ לתום 2021 לכ-35.6 מיליארד \$ לתום 2022, המשקף עלייה של כ-24% ויחס חזק של כ-2.48 שנות הכנסה, התורם לנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. עלייה זו נבעה בעיקרה מעלייה בהיקף ההזמנות לייצוא ולמשרד הביטחון והן מהשפעה של עלייה בשער החליפין של הדולר ומאיחוד חברות בנות. נכון ליום 31 בדצמבר 2022, עמד חלקו של הייצוא בצבר ההזמנות על כ-51% לעומת כ-49% ליום 31 בדצמבר 2021. באפריל השנה, דווחה החברה על שני פרויקטים מהותיים הנאמדים לסך של למעלה מ-2.5 מיליארד \$ מול ממשלת יוון ופינלנד התומכים בגידול נוסף בצבר.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גידול שנע בין 4%-5% בצבר ההזמנות בשנת 2023 ומביא בחשבון עלייה בהכנסות ביחס לשנת 2022 בשיעור שנע בין 7%-9%, זאת על בסיס הנחה למכפיל צבר של כ-2.9 למול כ-2.5 ממוצע תלת שנת.

רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרווח התפעולי (לפני הכ"ה/הוצ' אחרות) להכנסות, הינה נמוכה ביחס לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה, ונמצאת במגמת שחיקה. כך, בשנת 2022 ירד שיעור הרווחיות ל-4.7% לעומת 5.0% בשנת 2021 (5.6% בשנת 2020) בעיקר בשל השחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית, כתוצאה מרישום הפרשה להפסדים בפרויקטים במהלך שנת 2022. מידרוג מניחה בתרחיש הבסיס כי הרווחיות התפעולית תעמוד סביב 5% מההכנסות בשנת 2023 (בדומה לממוצע בארבעת השנים האחרונות), עם הנבה של רכישת החברה הבריטית המאופיינת ברווחיות גבוהה ותוך המשך מאמצי השיפור ברווחיות חברות הבנות.

<sup>1</sup> Moody's – Aerospace & Defense – Global, 14 September 2022

מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי הרווח התפעולי של החברה בנטרול פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד סביב 1,150-1,250 מיליון ש"ח בשנת 2023, (לעומת כ-1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2022) לאור הגידול הצפוי בהיקף המכירות. כמו כן, מידרוג מעריכה מקורות מפעולות FFO של 950-1,050 מיליון ש"ח בשנת 2023 (לעומת כ-0.6 מיליארד ש"ח בשנת 2022 הכוללים תשלום מס חד פעמי בסך של כ-450 מ' ש"ח נוכח תשלום בגין רווחים כלואים). החברה מצויה במהלכה של תכנית השקעות רב שנתית כבדה בבינוי, מכונות וציוד. מידרוג מעריכה כי צורכי ההשקעות ההוניות של החברה בשנת התחזית צפויות להיאמד לכ-1,170 מיליון ש"ח (כ-1,100 מיליון ש"ח בשנת 2022), באופן שהמקורות נטו לפני שינויים בהון החוזר ולפני מיזוגים ורכישות ולפני תשלום דיבידנדים (FFO-CapEx) יעמדו על סכום שלילי בגובה 150 מיליון ש"ח יחד עם מיזוגים ורכישות אשר להערכת החברה נאמדים בכ-500-600 מיליון ש"ח. מידרוג אינה מניחה שינוי בהון החוזר של החברה. מידרוג מניחה כי בשנת 2023 יחולק דיבידנד בסך של כ-206 מיליון ש"ח, אשר הוכרז במהלך שנת 2022.

לאור הנחות אלו וללא הנחות של קיטון/גידול בהון החוזר לשנת 2023 אנו מניחים תזרים חופשי שלילי בשנת 2023 אשר ייאמד לכ-1 מיליארד ש"ח. תזרים זה ימומן מקופת המזומנים של החברה. במהלך שנת 2022 רשמה החברה גידול בחוב נוכח חוב שיועד לצורך מיזוגים ורכישות ונוכח איחוד חוב ברמת החברות הנרכשות. רכישות אלו כוללות את רכישת חברת PEARSON (להלן: "פירסון"), המתמחה בפיתוח מגוון של ציוד הנדסה קרבית לשוק כלי הרכב המשוריינים, תמורת 100 מיליון פאונד ואת רכישת חברת PVP Advanced Eo System (להלן: "PVP"), העוסקת בייצור ואינטגרציה של מוצרים אלקטרו-אופטיים, תמורת כ-53.4 מיליון דולר.

החוב הפיננסי המותאם ברוטו של החברה ליום 31.12.2022 הסתכם לכ-3.6 מיליארד ש"ח והוא כולל חוב אג"ח של כ-1.8 מיליארד ש"ח (כולל חלויות שוטפות), חוב פיננסי לבנקים ואחרים של כ-0.7 מיליארד ש"ח, התחייבות לבעלי מניות בחברה מאוחדת של כ-0.5 מיליארד ש"ח, התחייבויות חכירה של כ-0.5 מיליארד ש"ח, התחייבות בגין תמורה מותנית ודיבידנד לשלם בסך של כ-230 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי בשנת 2023 החוב הפיננסי נטו של החברה צפוי לעלות בכ-300 מיליון ש"ח לכ-1.4 מיליארד ש"ח. להערכתנו, צפוי קיטון בחוב ברוטו של החברה למול קיטון ביתרות הנזילות. על פי הנהלת החברה, החברה לאורך זמן תשמור על יתרות נזילות שלא יפחתו מכ-1.0 מיליארד ש"ח. בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי, חוב ברוטו ל-EBITDA לנוע סביב 2.5x-2.8x בשנת 2023, שהינו יחס סביר לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה.

בשנים האחרונות עלתה רמת המינוף של החברה, כפי שבא לידי ביטוי בשחיקה ביחס הון עצמי למאזן של 23.8% ליום 31 בדצמבר 2022, הנמוך לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה, לעומת כ-27.3% וכ-30.7% לימים 31 בדצמבר 2021 ו-31 בדצמבר 2020, בהתאמה. זאת, בין היתר, כתוצאה מרכישות משמעותיות בשנים האחרונות, המשך צמיחה בפעילות, ויתרות מזומנים משמעותיות במאזן החברה. מידרוג מעריכה כי כריות ההון ימשיכו להיבנות מצבירת הרווח הנקי שמעבר לחלוקת דיבידנדים. למרות תזרים חופשי חלש, נזילות החברה טובה מאוד ונתמכת ביתרות נזילות משמעותיות ליום 31.12.2022 של כ-2.5 מיליארד ש"ח וכן במסגרות אשראי לא מחייבות בהיקף של מיליארדי ש"ח.

שיקול נוסף לדירוג הינו הטבה דירוגית בגין מעמדה העסקי הייחודי של החברה, בהשוואה למנפיקים אחרים, מעבר למשקלו במטריצת הדירוג, נוכח הדומיננטיות שלה כיצרנית הטילים המובילה והעיקרית בישראל ובין המובילות בעולם, המהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני וכן נוכח יכולותיה הטכנולוגיות הגבוהות וייחודיות. חוזק עסקי זה תורם ליציבות הכנסותיה לאורך זמן ומקנה נראות גבוהה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להפחתת סיכון האשראי.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו לשמירת מיצועה העסקי הגבוה של החברה וכן משקף את הערכתנו כי החברה תנקוט מדיניות פיננסית לשמירת פרופיל פיננסי סולידי ובלימת העלייה ביחסי הכיסוי הפיננסיים.

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל 3.0 לאורך זמן

- ירידה בהערכתנו לתמיכה חיצונית מהמדינה במידת הצורך

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

FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	
9,319	9,707	9,454	9,931	11,586	הכנסות
5.2%	5.0%	5.6%	5.0%	4.7%	שיעור רווח תפעולי לפני הכ/הוצ' אחרות
2,605	1,334	1,054	2,450	2,515	יתרות נזילות (מזומנים ותיק ני"ע)
33.1%	30.6%	30.7%	27.3%	23.8%	הון עצמי / סך מאזן
2.2	2.4	2.4	3.5	3.2	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA *
-	5.5	4.3	5.9	8***	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו מתקננות **

\* חוב ברוטו מותאם כולל חוב בנקאי, אגרות חוב, התחייבויות מאזניות בגין חכירה, דיבידנד לשלם, התחייבות בגין תמורה מותנית והתחייבות לבעלי מניות בחברה מאוחדת

\*\* הוצאות מימון נטו כוללות הוצאות ריבית, הפרשי שע"ח והוצאות מימון שונות ובנטרול רווחי שערך תיק ני"ע

\*\*\* כולל כ-51 מיליון ₪ הכנסות מהפרשי שער ביתרות מזומנים ושווי מזומנים

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

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

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

**הגדלת תקציב הביטחון בעולם על רקע מתיחות ביטחונית תומכת ביציבות הענף**

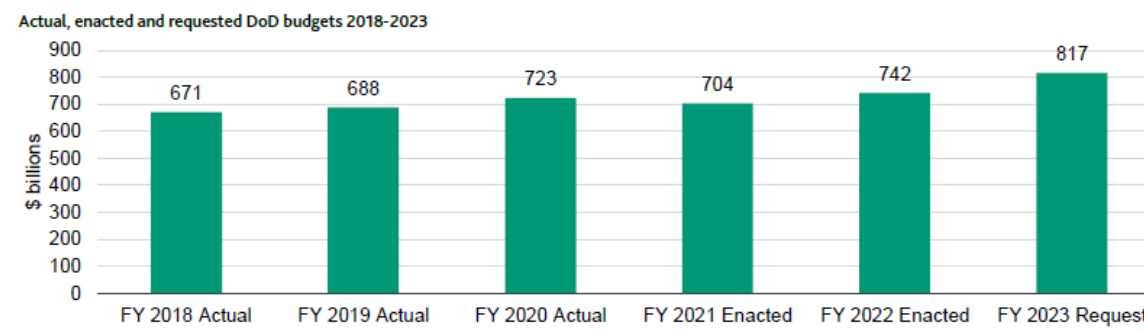
היקף הפעילות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורלציה גבוהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית בשל משך תהליכי הפיתוח והרכש. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כפי שנחזה מעת לעת וביתר שאת כאשר מדובר בעימות צבאי נרחב כדוגמת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, כמו גם בשל משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי הממשלות. יש לציין כי בעקבות המלחמה והמתיחות הביטחונית, ישנה התעניינות חסרות תקדים במוצרי החברה, בעיקר באירופה וכי מדינות רבות צפויות להגדיל את תקציב הביטחון. האימוץ הביטחוני במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים, עימותים ומתחים במקומות שונים בעולם טרום המלחמה באוקראינה הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים האחרונות, בד בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית.

בסקירת ענף Aerospace & Defense מחדש ספטמבר 2022<sup>2</sup> העריכה מודי'ס צמיחה בשיעור חד סיפרתי גבוה בתקציבי הביטחון ברחבי העולם בשנת 2023 על רקע מתיחות ביטחונית אשר תוביל להשקעות משמעותיות בשרדוג של מערכות הגנה וזאת גם בתמיכת הגידול בהוצאות הביטחון של ארה"ב, המהוות 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, אשר הוערך בכ -

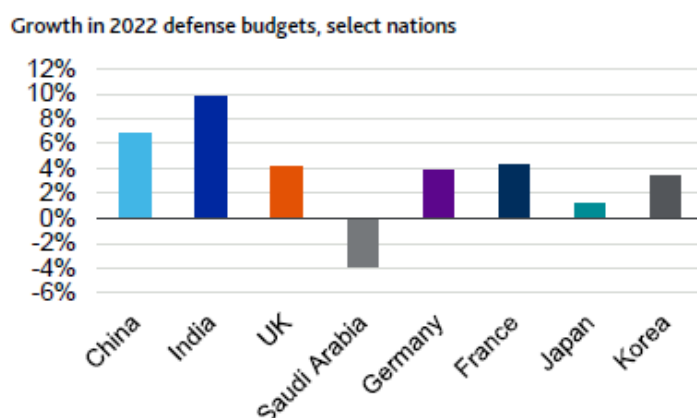
<sup>2</sup> Moody's – Aerospace & Defense – Global, 14 September 2022

10% לעומת תקציב 2022 וכן בשל עלייה מסוימת בהוצאה מצד מדינות ברית נאט"ו. אולם, במהלך שנת 2023, שיעור אינפלציה גבוה בארה"ב ובעולם, צפוי לשחוק חלק ניכר מהעלייה בתקציבי הביטחון. כמו כן, בעיות בשרשרת האספקה אשר העיבו על תוצאות החברות צפויות להמשיך אם כי בצורה מתונה מזו שאפיינה את שנת 2022.

**תחזית מודי'ס בנוגע לתקציב הביטחון של ארה"ב (ספטמבר 2022):**



**תחזית מודי'ס בנוגע לשיעורי הגידול בתקציבי הביטחון של מדינות ברחבי העולם (ספטמבר 2022):**



הענף מצוי ברמת תחרות גבוהה יחסית לאחר מספר שנים של האטה, אשר הובילו לכניסת חברות ביטחוניות בינ"ל גדולות לפעול גם במדינות מתפתחות, ללחץ על מחירי המכירה, לדרישות גוברות מצד הלקוחות לגידול במו"פ העצמי של החברות, לחוזים במחיר קבוע, בעיקר מצד משרד הביטחון האמריקאי וכן לתנאי מימון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הלקוחות. להערכת מידרוג מגמות אלו הרעו בשנים האחרונות את חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך בענף לרעת החברות הביטחוניות. רמת התחרות הובילה בשנים האחרונות למגמה גוברת של מיזוגים ורכישות בענף, אשר נבעו מהשאפה להרחיב את מגוון הפתרונות והמוצרים וליצור יתרון משמעותי יותר לגודל במטרה 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 וסויר ולוחמת סייבר. ככלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידרוג, צפוי המשך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה (שו"ב), הגנה ברמת החייל הבודד, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים (HLS) ומערכות טילים מדויקים. 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, יוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת בנייה פרויקטים באופן

הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ופוגמים בגמישות התפעולית; סיכוני אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות מסוימים שתורמות למאפייני הנזילות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מידע ויכולות טכנולוגיות הגלומות בפעילות.

### **רכישות משמעותיות בשנים האחרונות תומכות במיצוב העסקי ומנגד מגדילות את החוב ואת רמת המינוף**

בשנים האחרונות החברה בצעה רכישות מהותיות כאשר במהלך הרבעון השלישי של שנת 2019 השלימה רפאל את רכישת אירונאוטיקס (50%) בהשקעה של כ-421 מיליון ש"ח. החל מיום 1 באפריל 2021, בעקבות חתימה על עדכון ההסכם עם בעלי המניות של אירונאוטיקס, המקנה לחברה שליטה, אוחדו דוחותיה הכספיים של אירונאוטיקס בדוחותיה הכספיים של רפאל. במהלך שנת 2022 רכשה רפאל שתי חברות לחיזוק מעמדה של רפאל באירופה ובארה"ב, עם רכישת חברת פירסון, חברת בת בבעלות מלאה באנגליה תמורת 100 מיליון פאונד. פירסון מתמחה בפיתוח מגוון של ציוד הנדסה קרבית לשוק כלי הרכב המשוריינים, וצפויה לאפשר לרפאל גישה למכרזים של משרד הביטחון הבריטי ולהוות מרכז ייצור עבור רפאל בריטניה. וקודם לכן רכשה רפאל באמצעות Rafael U.S.A. Inc. (חברה בשליטה מלאה, להלן: "RUSA"), את PVP, העוסקת בייצור ואינטגרציה של מוצרים אלקטרו-אופטיים, תמורת כ-53.4 מיליון דולר. מידרוג מניחה תרומה של החברות PVP ופירסון לתזרימי המזומנים של החברה בטווח הזמן הקצר.

להערכת מידרוג, בטווח הקצר מלוות הרכישות בעלייה ברמת החוב והאטה מסוימת ביחסי הכיסוי אך לאורך זמן אנו מניחים חזרה ליחסי כיסוי טרום הרכישות תוך שיפור בסיס ה-EBITDA.

### **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-11.6 מיליארד ש"ח בשנת 2022, וביכולות טכנולוגיות גבוהות וייחודיות. 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 וירוט בארץ ובעולם, אשר מוסיפים 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 ושיווקי עבור מוצרי החברה בעולם. היכולת לשמור על יתרונה הטכנולוגי נגזרת מהשקעותיה של החברה במו"פ, המהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה. שיעור הוצאות המו"פ נטו ביחס להכנסות עמד בשנת 2022 על 7.4% והוא משקף קיטון לעומת 8.0% בממוצע בשנים 2019-2021, בין היתר, לאור מיזוג חברות בנות במהלך שנת 2022, המאופיינות בשיעור הוצאות מו"פ נמוך יותר מרפאל. מידרוג מעריכה כי שיעור הוצאות זה יותר ברמתו בטווח הזמן הקצר והבינוני.

פיזור הלקוחות של החברה נמוך ומוגבל, כאשר משרד הביטחון מהווה שיעור של כ-50% מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות (כ-47% ממוצע תלת שנתי בשנים 2020-2022). ריכוזיות זו יוצרת חשיפה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי ולמגבלת התקציב של משרד הביטחון. בד בבד, לרפאל פעילות משמעותית מול מדינות מתפתחות ובפרט הודו. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה נמוכה לסיכון אשראי לקוחות שרובם גופים ממשלתיים, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח.

### **גידול משמעותי בצבר הזמנות מקנה נראות הכנסות טובה לטווח הקצר, לצד רווחיות חלשה יחסית, לאור מרכיב מו"פ**

#### **משמעותי והפרשה להפסדים בפרויקט מול מערכת הביטחון**

צבר ההזמנות של רפאל משקף נראות טובה של ההכנסות בשנתיים הקרובות וכן צפי לאישור תקציב הבטחון בחודשים הקרובים ע"י הממשלה הנוכחית תוך הגדלתו אף הוא תומך בטיוב הצבר. נכון ליום 31.12.2022, לרפאל צבר הזמנות בהיקף משמעותי של כ-35.6 מיליארד ש"ח לעומת כ-28.8 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2021 - עלייה של כ-24%, אשר נובעת בעיקרה מעלייה בהיקף ההזמנות לייצוא ולמשרד הביטחון והן מהשפעה של עלייה בשער החליפין של הדולר בסך של כ-2 מיליארד ש"ח. כמו כן, העלייה בקבלת ההזמנות נבעה

גם מהצלחה בפעילויות שיווק ואיחוד הדו"חות הכספיים של חברות PVP ופירסון במהלך שנת 2022. חלקו של הייצוא בצבר ההזמנות עמד בממוצע על כ-50% בשנים 2019-2022 וזאת לעומת ממוצע של כ-45% בשנים 2016-2018. מגמה זאת הביאה לשיפור קל ברווח הגולמי הממוצע בין התקופות בשל היותה של פעילות הייצוא מאופיינת בשיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות מול משרד הביטחון. עם זאת, נציין כי במהלך שנת 2022 חלה שחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית לכ-21.2% בשנת 2022 לעומת כ-22.8% בשנת 2021, וזאת בעיקר לאור ביצוע הפרשה להפסדים שבוצעה בפרייקט שנחתם במהלך שנת 2022 עם מערכת הביטחון. צבר ההזמנות של החברה נפרס על פני מספר רב של פרויקטים, ותומך בנראות ההכנסות של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמשתקף ממכפיל צבר להכנסות של 2.48 לעומת 2.3 בשנת 2021.

מידרוג צופה צמיחה בשיעור שנע בין 4%-5% בצבר ההזמנות בשנת 2023. הכנסות החברה לשנה נתונה מושפעות בעיקר מהתפתחות הצבר בשנתיים שקדמו לה. אי לכך, הנבה מלאה לאורך שנה מלאה של חברות שנרכשו וכן כתוצאה מגידול משמעותי בהיקף פרויקטים חדשים בעיקר בשוק האירופאי לאור המצב הגיאוגרפי-פוליטי האמור יביאו להערכת מידרוג לצמיחה בשיעור שנע בין 7%-9% בהכנסות החברה בשנת 2023, זאת על בסיס הנחה למכפיל צבר של כ-2.9. 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 הרווחיות. רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרווח התפעולי (לפני הכ/הוצ' אחרות) להכנסות, הינה נמוכה יחסית, ונמצאת במגמת שחיקה למעט בשנת 2020, בה ניכר שיפור ברווחיות החברה, חרף הירידה בהכנסות, זאת בעיקר נוכח ירידה בהוצאות מכירה ושיווק בשל משבר הקורונה. בשנת 2022 ירד שיעור הרווחיות ל-4.7% (לעומת 5.0% בשנת 2021) בעיקר בשל השחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית כאמור. בנוסף בשנתיים האחרונות הרווחיות של רפאל במאוחד מוטית לשלילה מרכישת אירונאוטיקס, חברה עם רווחיות תפעולית חלשה.

תרחיש הבסיס של מידרוג נשען על ההנחות העיקריות הבאות: (1) גידול בתקציבי הביטחון בישראל וברחבי העולם ובאירופה בפרט לאור המצב הגיאוגרפי-פוליטי; (2) גידול בצבר ההזמנות לאור המצב הגיאוגרפי-פוליטי ועסקאות חדשות שגובשו במהלך החודשים האחרונים ובפרט מכירת מערכת ההגנה האווירית "קלע דוד" לפינלנד בסך המסתכם למעלה מ-2.5 מיליארד \$ (3) פעילות מהותית מול משרד הביטחון המאופיינת ברווחיות נמוכה יחסית למול פעילות החברה בחו"ל; (4) מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ משמעותי.

להערכתנו, החברה מאופיינת בגמישות תפעולית נמוכה יחסית. יכולת ההתייעלות של החברה נמוכה יחסית, נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיכולתה להתחרות בענף, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינמיים לצרכים משתנים. יתרונה הטכנולוגי של החברה ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרים מהוצאות מו"פ אשר מהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה.

לאור אלו מידרוג מעריכה כי בדומה לממוצע בארבעת השנים האחרונות, הרווחיות התפעולית תעמוד סביב 5% מההכנסות בשנת 2023. יש לציין כי מגמת שע"ח שקל/דולר ושקל/אירו היא בעלת השפעה לא מבוטלת על רווחיות החברה, וזו ננטרלה בהערכתנו לגבי הרווחיות העתידית.

**להלן פילוח התפלגות הכנסות החברה בשנת 2022 לפי חלוקה גיאוגרפית ולפי חטיבות עסקיות:**



**השקעות גבוהות ורכישת חברות יובילו לדילול הנזילות ולגידול בחוב פיננסי נטו של החברה**

בשנתיים האחרונות החברה רשמה קיטון בהון החוזר דבר אשר תרם לרישום תזרים חופשי חיובי (FCF) של כ-332 מיליון ₪, בהמשך ל-962 מיליון ₪ בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה. בשנת 2022 התזרים הושפע לשלילה מתשלום מס חד פעמי של כ-450 מיליון ₪ בגין רווחים כלואים ומרכישת חברות בסך של כ-500 מיליון ₪.

מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי הרווח התפעולי של החברה בנטרול פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד סביב 1,150-1,250 מיליון ₪ בשנת 2023, לאור הגידול הצפוי בהיקף המכירות. כמו כן, מידרוג מעריכה מקורות מפעולות FFO של 950-1,050 מיליון ₪ בשנת 2023, לעומת כ-0.6 מיליארד ₪ בשנת 2022 הכוללים תשלום מס חד פעמי בשנת 2022 בגובה 450 מיליון ₪ בגין רווחים כלואים כאמור. החברה מצויה במהלכה של תכנית השקעות רב שנתית כבדה בבינוי, מכונות וציוד. מידרוג מעריכה כי צורכי ההשקעות ההוניות של החברה בשנת התחזית צפויות להיאמד לכ-1,170 מיליון ₪ (כ-1,100 מיליון ₪ בשנת 2022), באופן שהמקורות נטו לפני שינויים בהון החוזר ולפני מיזוגים ורכישות ולפני תשלום דיבידנדים (FFO-CapEx) יעמדו על סכום שלילי בגובה 150 מיליון ₪. מיזוגים ורכישות אשר להערכת החברה נאמדים בכ-500-600 מיליון ₪ (כולל תשלום בגין התחייבות לבעל מניות בחברה מאוחדת). נציין כי ביום 28 בפברואר 2023, הודיעה חברת סטולרו איירון, השותפה של רפאל באירונאוטיקס (מחזיקה בזכויות של 50% ממניות אירונאוטיקס) על כוונתה לממש את האופציה למכירת מניותיה באירונאוטיקס לרפאל. על כן, מידרוג מניחה בתרחיש הבסיס כי במהלך שנת 2023, תרכוש רפאל מהשותף באירונאוטיקס את חלקו בסך שני בין 470-500 מיליון ₪, ותעלה לאחזקה מלאה באירונאוטיקס.

לאחר חלוקה מהותית (584 מיליון ₪) בשנת 2019, לא חולק בשנים 2020 ו-2021 דיבידנד למדינת ישראל. מידרוג מניחה כי בשנת 2023 יחולק דיבידנד בסך של כ-206 מיליון ₪, אשר הוכרז במהלך שנת 2022. לאור אלו וללא הנחות של קיטון/גידול בהון החוזר לשנת 2023 אנו מניחים תזרים חופשי שלילי בשנת 2023 אשר ייאמד לכ-1 מיליארד ₪. תזרים זה ימומן מקופת המזומנים של החברה. מידרוג מעריכה כי בשנת 2023 החוב הפיננסי נטו של החברה צפוי לעלות בכ-300 מיליון ₪ לכ-1.4 מיליארד ₪, כאשר מחד צפוי קיטון בחוב ברוטו של החברה ובמקביל קיטון ביתרות הנזילות. על פי הנהלת החברה, החברה לאורך זמן תשמור על יתרות נזילות שלא יפחתו מכ-1.0 מיליארד ₪. בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי, חוב ברוטו ל-EBITDA לנוע סביב 2.5x-2.8x בשנת 2023, שהינו יחס סביר לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה.

כמו כן, כתוצאה מהרכישות שבוצעו בשנים האחרונות ומהמשך צמיחה בפעילות, עלתה רמת המינוף של החברה, כפי שבא לידי ביטוי בשחיקה ביחס הון עצמי למאזן של 23.8% ליום 31 בדצמבר 2022, הנמוך לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה, לעומת כ-27.3% וכ-30.7% לימים 31 בדצמבר 2021 ו-31 בדצמבר 2020, בהתאמה.



### צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים מחייבים מהחברה נזילות גבוהה

ליום 31.12.2022 לחברה יתרות מזומנים ושווי מזומנים של כ-2.4 מיליארד ₪. בנוסף, נכון לאותו מועד לחברה מסגרות אשראי לא מחייבות בהיקף של מיליארדי ₪. לאורך זמן מכבידים צורכי ההון החוזר על הנזילות אולם בשנים 2021-2022 חלה ירידה משמעותית. החל משנת 2022, בעקבות הרחבת סדרות האג"ח, לחברה פירעונות של כ-260 מיליון ₪ בשנה, היקף מתון למול יתרות הנזילות של החברה. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת בתזרים תפעולי חזק ובמרווח גבוה מאמות המידה הפיננסיות בקשר עם אגרות החוב שגייסה. מידרוג מעריכה כי מעמדה של החברה, לרבות היותה חברה ממשלתית בעלת חשיבות אסטרטגית, מקנה לה נגישות טובה לגורמים מממנים. יש לציין, כי אירונאוטיקס אינה עומדת באמות מידה פיננסיות מסוימות מול הבנקים המממנים. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2022, החלה אירונאוטיקס במשא ומתן עם הבנקים המממנים על מנת להסדיר ולהתאים את אמות המידה הפיננסיות, שישקפו את השפעת איחוד קונטרופ, ויתבססו על הדוחות כספיים המאוחדים שלה. נכון ליום 31.12.2022 לא עמדה קונטרופ באמת מידה מול בנק אחד של יחס חוב פיננסי נטו להון עצמי מוחשי. לאחר תאריך הדוחות הכספיים התקבל כתב ויתור מהבנק לאמת מידה זו.

### פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

הערכת האשראי הבסיסית (BCA) גבוהה בנוטש אחד מהנגזר ממטריצת הדירוג לאחר שמידרוג הקנתה לחברה הטבה דירוגית בגין מעמדה העסקי הייחודי של החברה, בהשוואה למנפיקים אחרים, מעבר למשקלו במטריצת הדירוג, נוכח הדומיננטיות שלה כיצרנית הטילים המובילה והעיקרית בישראל ובין המובילות בעולם, המהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני וכן נוכח יכולותיה הטכנולוגיות הגבוהות וייחודיות. חוזק עסקי זה תורם ליציבות הכנסתיה לאורך זמן ומקנה נראות גבוהה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להפחתת סיכון האשראי

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aaa.il	12,000-13,000 מ' ₪	Aaa.il	11,586 מ' ₪	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
A.il	5.0%	A.il	4.7%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Baa.il	25%-23.0%	Baa.il	23.8%	הון עצמי / מאזן	
Aa.il	2.8X-2.5 X	Aa.il	3.2 X	חוב ברוטו מותאם / EBITDA	פרופיל פיננסי
A.il	4.7X- 4.4X	Aa.il	8.0X	רווח תפעולי / הוצ' מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
aa3.il				הערכת אשראי בסיסית נגזרת (BCA)	
aa2.il				הערכת אשראי בסיסית (BCA) לאחר שיקולים נוספים	
<b>מנפיק הקשור למדינה - GRI</b>					
aa2.il				הערכת אשראי בסיסית (BCA) בפועל	
Aaa.il				סיכון אשראי מדינה - חסר סיכון	
"גבוהה מאוד"				הערכת מידת התמיכה	
"גבוהה מאוד"				הערכת מידת התלות	
<b>Aaa.il</b>				<b>דירוג אג"ח (סדרות ג', ד', ה')</b>	

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

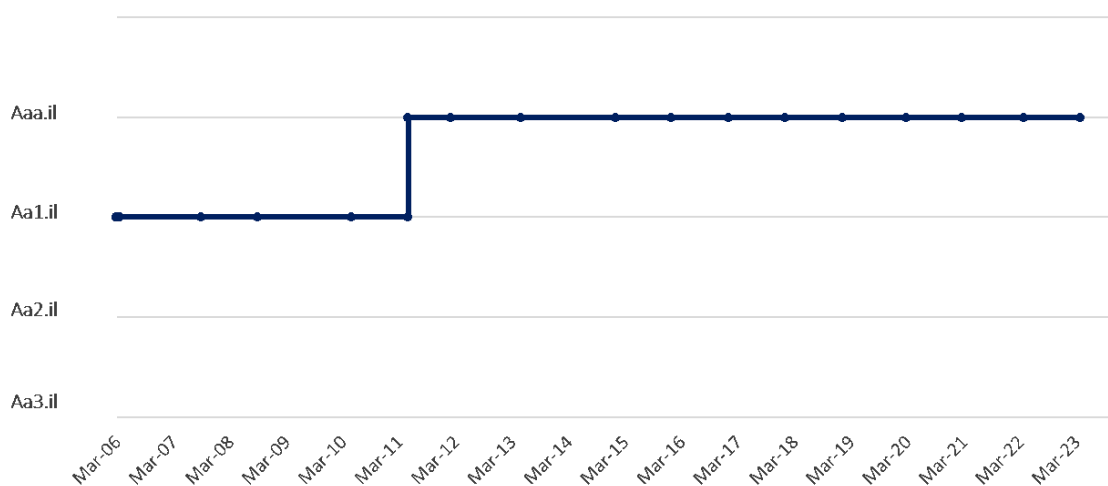
## ESG

לחברה חשיפה לסיכוני סייבר, העלולים לחשוף אותה לסיכונים אסטרטגיים, כספיים, תפעוליים ולסיכוני מוניטין. החברה פועלת באופן שוטף לצמצום חשיפה זאת, בין היתר, באמצעות סיוע ביועצים חיצוניים וחוות דעת חיצוניות, אמצעים טכנולוגיים מתקדמים ועוד. החברה הנה חברה ממשלתית וקשורה גם בקשר עם הסכמים קיבוציים. כמו כן, החברה מתחרה בסביבה תחרותית מאוד מבחינת איתור, גיוס ושימור כוח אדם איכותי. להערכת מידרוג חשיפת רפאל לסיכונים אלו אינה מהותית.

## אודות החברה

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

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

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

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג מנפיק הקשור למדינה - דוח מתודולוגי, יולי 2021](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

04.05.2023	תאריך דוח הדירוג:
03.05.2022	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 להערכת אשראי בסיסית - Baseline Credit Assessment (BCA)

aaa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), הגבוהה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
aa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
a.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים a.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
baa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), בינונית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
ba.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
b.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים b.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
caa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה ביותר למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
ca.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה באופן קיצוני, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
c.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים c.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), החלשה ביותר, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-aa.il ועד caa.il. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 סיכויי 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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>