

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | אפריל 2021

אנשי קשר:

סיגל יששכר

סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים - מערכת דירוג ראשית

i.sigal@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה - מערכת דירוג משנית

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. כמו כן מידרוג מאשרת דירוג Aaa.il באופק יציב לאגרות חוב שעתידה החברה להנפיק בסך של עד 800 מיליון ש"ח ערך נקוב באמצעות הרחבת סדרות אגרות החוב ג' ו/או ד' ו/או ה'. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה ומחזור חוב פיננסי.

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 נוספים על היותה של החברה בבעלות ממשלתית מלאה, ונכח 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 ניהול ביטחוניים בעולם, ובפרט, ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים, פודים אלקטרו אופטיים ומערכות מיגון לרק"מ. תמהיל המכירות המוטטה לשוק המקומי, יחסית לחברות הביטחוניות האחרות בארץ (כמחצית המכירות והצבר לאורך זמן), מגביל את הפיזור העסקי, אולם לחברה מרכיב ייצוא מהותי, בפיזור טריטוריאלי, הכולל שווקים מפותחים ומתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. צבר ההזמנות של החברה במונחים שקליים ירד בשנה האחרונה, בשיעור של כ-7.7%, בעיקר בשל דחיית הזמנות ממשרד הביטחון וכן בהשפעת התחזקות השקל מול הדולר. הכנסות החברה הושפעו גם הן לשלילה מהתחזקות השקל. הפרופיל הפיננסי של החברה נחלש בשנתיים האחרונות לנוכח רכישות מהותיות שביצעה, דיבידנד מיוחד שחולק למדינה וכן עלייה חדה בהכנסות לקבל מלקוחות, ובעיקר משרד הביטחון. בנוסף, המשיכה החברה בתכנית השקעות נרחבת ברכוש קבוע שהיא מבצעת בשנים האחרונות. שימושים אלו הגדילו את החוב הפיננסי, את יתרת החוב לספקים וכן שחקו את היתרות הנזילות. גיוס האג"ח המתוכנן נועד בין היתר לעבות את היתרות הנזילות.

ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכת מידרוג בסיכון בינוני-נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. תקציבי הביטחון בחלק גדול ממדינות העולם ובפרט בישראל, באירופה ובארה"ב נותרו יציבים יחסית במהלך שנת 2021 חרף ההשלכות השליליות של מגיפת וירוס קורונה על תקציבים של ממשלות בעולם, וזאת בשל הימשכות עימותים צבאיים בעצימות נמוכה יחסית באזורים שונים בעולם ובעיקר מול איראן, רוסיה ומזרח אסיה וכן נוכח ביקושים גוברים לאמצעי לחימה אלקטרוניים, על חשבון פלטפורמות עתירות תקציב.

צבר הזמנות בהיקף משמעותי המשקף יחס חזק של כ-2.6 שנות הכנסה תורם לנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. משרד הביטחון הישראלי היווה כ-49% מצבר ההזמנות של החברה לסוף שנת 2020, ירידה ביחס לשנים קודמות בשל הקפאת התקציבים ודחיית הזמנות. תרחיש הבסיס של מידרוג מביא בחשבון בחשבון עלייה בהכנסות ביחס לשנת 2020 בשיעור של 1.5%-2.0%, זאת על בסיס מכפיל הצבר הממוצע של החברה בשנים האחרונות וכן הנחה כי בשנה זו ימומשו הזמנות שנדחו משנה קודמת.

להערכת מידרוג, רווחיות החברה, כפי שמתבטאת ביחס רווח תפעולי להכנסות של כ-5.2% בממוצע תלת שנתי הינה חלשה ביחס להערכת האשראי הבסיסית של רפאל, ומוגבלת נוכח רווחיות גולמית מתונה המושפעת לשלילה מהיקף הפעילות מול משרד

הביטחון, וגמישות תפעולית ופוטנציאל התייעלות נמוכים. מידרוג צופה כי שיעור הרווח תפעולי להכנסות ינוע בטווח של 5.0%-5.5% בשנים 2021-2022 כאשר לחצי מחיר צפויים להימשך נוכח אינטנסיביות התחרות בסגמנטים מסוימים בענף, ונוכח מרכיב משמעותי ופרמננטי של הוצאות מו"פ ישירות ועקיפות. החברה מפנה כ-8% מההכנסות להשקעות ישירות במחקר ופיתוח. מידרוג סבורה כי רווחיות החברה חשופה במידה גבוהה יחסית לירידה בהכנסות בשל מרכיב גבוה של הוצאות קבועות. כמו כן, הערכות מידרוג מנטרלת השפעות שע"ח שקל-דולר, שהן בעלות השפעה לא מבטלת על הכנסות החברה ורווחיותה. מידרוג מעריכה מקורות מפעולות FFO של 750-800 מ' ש' לשנה בשנים 2021-2022 (לעומת כ-870 מ' ש' בשנת 2020, במהלכה ניהנתה החברה מהכנסות מס בהיקף משמעותי), נתון המביא בחשבון גם גידול בהוצאות המימון השוטפות נוכח העלייה הצפויה בחוב הפיננסי. מידרוג מעריכה כי סכום המקורות מפעולות יהיה נמוך מצרכי ההשקעות ההוניות של החברה בשנה זו, לרבות רכישה מהותית, באופן שהמקורות נטו לפני שינויים בהון החוזר ולפני תשלום דיבידנדים (FFO-CapEx) יעמדו על סכום שלילי בגובה 200-250 מ' ש'. מידת גירעון זה תלויה גם בהיקף רכישות עתידיות של חברות. מידרוג הניחה בתרחיש הבסיס רכישות בהיקף של כ-250 מ' ש' בשנה הקרובה.

יכולת החברה לעבות את היתרות הנזילות, מעבר לכספי גיוס האג"ח המתוכנן, תלויה איפוא בעיקר ביכולתה להקטין את צורכי ההון החוזר בשנה זו. מידרוג אכן הביאה בחשבון הקטנה בהון החוזר לאור ההיקפים הגבוהים והחריגים לסוף שנת 2020. לאחר חלוקה מהותית בשנת 2019 כאמור, בשנת 2020 לא חולק דיבידנד למדינת ישראל, ומידרוג מצפה כי החברה תבלום חלוקה גם בשנה זו לנוכח המשך ההשקעות הנרחבות והגידול הצפוי בחוב הפיננסי.

במהלך הרבעון השלישי של שנת 2019 השלימה רפאל את רכישת אירונאוטיקס (50%) בהשקעה של כ-420 מ' ש'. בהתאם להערכתה של מידרוג, הרכישה לא תרמה לתזרימי המזומנים של החברה, ואף הסבה לרפאל הפסדי הון בשנת 2020 בשל מחיקות נכסים שבוצעו. מידרוג מניחה כי השקעה אסטרטגית זו תקבל ביטוי לאורך השנים במנוע הצמיחה של החברה בתחום פתרונות המודיעין. מידרוג מעריכה כי בשנים 2021-2022 צפוי גידול בחוב הפיננסי מותאם ברוטו של החברה בעיקר לצורך עיבוי הנזילות של החברה, כאשר המקורות הפנימיים של החברה ישמשו בעיקר להשלמת תכנית ההשקעות בשידרוג ציוד ותשתיות ורכישות חדשות, וכתלות גם במהלכי המימון של ההון החוזר. יחס הכיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA ינוע בטווח של 3.0-3.5 בשנים 2021-2022, זאת בהשוואה ליחס של 2.4 בשנת 2020. אנו מביאים בחשבון שהחברה עשויה לשפר את יחס הכיסוי לטווח של 3.0 בשנת 2022. להערכתנו אלו יחסים איטיים המציבים לאורך זמן לחץ דירוגי על הערכת האשראי הבסיסית של רפאל. אנו מצפים כי מדיניות הפיננסית של החברה תמנע עלייה ביחס הכיסוי מעבר לטווח העליון של הערכתנו.

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

FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	
7,795	8,128	9,319	9,707	9,454	הכנסות
5.6%	5.9%	5.2%	5.0%	5.6%	שיעור רווח תפעולי לפני הכ/הוצ' אחרות
2,433	3,386	2,605	1,334	1,054	יתרות נזילות (מזומנים ותיק ני"ע)
234	1,646	1,527	1,924	2,106	חוב פיננסי ברוטו מותאם *
33.3%	32.3%	33.1%	30.6%	30.7%	הון עצמי / סך מאזן
0.3	2.2	2.0	2.4	2.4	חוב פיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA *
NA	NA	NA	5.5	4.3	רווח תפעולי / הוצ' מימון נטו מתקונות **

* חוב ברוטו מותאם כולל התחייבויות מאזניות בגין חכירה ** הוצאות מימון נטו כוללות הוצאות ריבית, הפרשי שע"ח והוצאות מימון שונות ובניטרול רווחי שערך תיק ני"ע.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו לשמירת מיצובה 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 כסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל 3.0 לאורך זמן
- ירידה בהערכתנו לתמיכה חיצונית מהמדינה במידת הצורך

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 המדינה¹. 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 מוחלטת במידת מה בשל העדר ערבות פורמלית או משתמעת לאגרות החוב.

תקציבי הביטחון צפויים לגדול בשנה זו חרף השפעה שלילית של משבר הקורונה בשל הימשכות עימותים צבאיים ותמורות**טכנולוגיות באמצעי הלחימה**

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, כמו גם בשל משברים כלכליים חמורים שעשויים לפגוע בתקציבי הממשלות. האיומים הביטחוניים במדינות המערב, שינויים גאופוליטיים, עימותים ומתחים במקומות שונים בעולם הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים האחרונות, בד בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית. בהתאם לכך, עפ"י התחזיות המוקדמות של מודי'ס, הייתה צפויה עלייה בהוצאות הביטחון הגלובאליות בשנת 2021 בטווח של 2.0%-3.0%, וזאת גם בתמיכת הגידול שצפו אז בהוצאות הביטחון של ארה"ב, המהוות 35%-40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן וכן בשל עלייה מסוימת בהוצאה מצד מדינות ברית נאט"ו. ואולם, מידרוג מעריכה כעת כי בעקבות פרוץ משבר וירוס קורונה, וההשלכות התקציביות הגבוהות שהמשבר משית על ממשלות ישראל, ברחבי אירופה ובארה"ב, מדינות צפויות להחליט על שינוי סדרי עדיפויות בהקצאת המשאבים, צמצום רוחבי בתקציבים הממשלתיים וקיצוץ הוצאות בלתי חיוניות. אנו מעריכים כי ההשפעה השלילית תהיה מדודה יחסית, בשל המשך קיומם של צרכים צבאיים חיוניים, וכן אנו מניחים שהיא לא תפגע בכל תחומי התעשייה הביטחונית באותה מידה. כך למשל, הצטיידות בפלטפורמות ושדרוג פלטפורמות עלולים להיפגע יותר בהשוואה לתחומים כמו מודיעין, שליטה ובקרה וכן תחום ביטחון המולדת. ההשפעה על ההכנסות של הורדת תקציבי הביטחון אצל החברות הביטחוניות מורגשת בהשעייה מסוימת נוכח צבר הזמנות ארוך טווח.

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

¹ דוח זה הינו לאחר הסרת משפט שנרשם בשוגג בדוח המעקב המקורי והוסר בדוח מתקן זה מכיוון שאינו רלוונטי לדוח זה ומקורו בדוח משנת 2020.

האחרונות למגמה גוברת של מיזוגים ורכישות בענף, אשר נבעו מהשאירה 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 וסיוור 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 (ש"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 התחרותי 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; סיכונים אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות מסויימים שתורמות למאפייני הנזילות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מידע ויכולות טכנולוגיות 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- 9.4 מיליארד ₪ בשנת 2020, וביכולות טכנולוגיות גבוהות וייחודיות. היצע המוצרים והפתרונות של החברה כולל מגוון מערכות טילים מונחים ומדויקים לתקיפה והגנה, מערכות ל"א, תקש"ב 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 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 ושיוקי 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 בממוצע על כ- 7.9% בשנים 2018-2020 והוא משקף גידול מסוים לעומת שנים קודמות, כהחלטה אסטרטגית של החברה ובשילוב גם עם תנאי השוק. מידרוג מעריכה כי שיעור הוצאות זה יוותר ברמתו בטווח הזמן הקצר והבינוני.

מידרוג אינה מניחה תרומה מהותית של אירונאוטיקס בע"מ (50%) לתזרימי המזומנים של החברה, והיא מהווה רכישה אסטרטגית שנועדה להדק את שיתוף הפעולה בין החברות במטרה לקדם מהלכים עסקיים הנסמכים על שילוב הטכנולוגיות של שתי החברות, ולפתח בפני רפאל חשיפה לקטגוריות מוצרים בתחום המודיעין והש"ב המהווה להערכתנו מנוע צמיחה עבור החברה בטווח הבינוני. פיזור הלקוחות של החברה נמוך ומוגבל, כאשר משרד הביטחון מהווה שיעור של 45%-50% מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות. 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. כמו כן רפאל פועלת על מנת להרחיב את דריסת הרגל בפעילותה בארה"ב. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה נמוכה לסיכון אשראי לקוחות שרובם גופים ממשלתיים, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח.

צבר הזמנות חזק המקנה נראות הכנסות טובה לטווח הקצר, לצד רווחיות חלשה יחסית

לרפאל צבר הזמנות בהיקף משמעותי של כ- 22.9 מיליארד ₪ נכון ליום 31.12.2020, לעומת כ-24.8 מיליארד ₪ ליום 31.12.2019 - ירידה של כ-7.7%. חלקו של הייצוא בצבר ההזמנות עמד בממוצע על כ-45% בשנים 2018-2020. הירידה בצבר ההזמנות נבעה בעיקר מהקפאת תקציבי הממשלה. בנוסף, הצבר לסוף שנת 2020 הושפע לשלילה מהתחזקות השקל לנקודת החתך בהשוואה למועד המקביל אשתקד. צבר ההזמנות של החברה נפרס על פני מספר רב של פרויקטים, ותומך בנראות ההכנסות של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמשקף במכפיל צבר להכנסות של 2.6 לאורך השנים האחרונות.

מידרוג צופה צמיחה בצבר בשנת 2021, בשיעור של 1.5%-2.5%. הכנסות החברה לשנה נתונה מושפעות בעיקר מהתפתחות הצבר בשנתיים שקדמו לה. אנו מביאים בחשבון גם כי הזמנות שנדחו בשנת 2020 ייכנסו בשנת 2021 ויתרמו למכירות, כך שלמרות הירידה בצבר בשנת 2020, הכנסות החברה בשנת 2021 עשויות לצמוח בשיעור של 1.5%-2.0%.

להערכת מידרוג, גמישותה העסקית של החברה מוגבלת בהינתן רמת התחרות הגבוהה הקיימת בענף, היוצרת לחצי המחירים, דרישה להעמדת מימון ללקוחות ודרישה לעמידה בלוחות זמנים קצרים בפיתוח פרויקטים ומוצרים בהתאמה ללקוחות. בנוסף, להערכת מידרוג, היקף הפעילות המהותי מול משרד הביטחון מהווה גם הוא משקולת על רווחיות. רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרווח התפעולי (לפני הכ/הוצ' אחרות) להכנסות, הינה נמוכה יחסית, ורשמה מגמת שחיקה עד לשנת 2020. בשנת 2020 ניכר שיפור ברווחיות החברה, חרף הירידה בהכנסות, זאת בעיקר נוכח ירידה בהוצאות מכירה ושיווק שנבעה מעצירת טיסות ותערוכות בשל משבר הקורונה וכן על חסכוניות חלף בשלוש השנים האחרונות, בין השאר בהשפעת התחזקות השקל מול הדולר. מידרוג מעריכה כי הרווחיות התפעולית תעמוד בין 5.5% עד 5.5% מההכנסות בשנים 2020 ו-2021, זאת לעומת כ-5.6% בשנת 2020 וממוצע תלת שנתי של 5.4%. יש לציין כי מגמת שע"ח שקל/דולר ושקל/אירו היא בעלת השפעה לא מבוטלת על רווחיות החברה, וזו נטרלה בהערכתנו לגבי הרווחיות העתידית.

גידול צפוי בחוב הפיננסי לצורך עיבוי הנזילות כאשר המקורות הפנימיים אינם מספקים בשל השקעות גבוהות

במהלך שנת 2020 רשמה החברה תזרים חופשי (FCF) שלילי חד של כ-450 מ' ש, בהמשך לתזרים חופשי שלילי של כ-1.5 מיליארד ש בשנת 2019, זאת בגין השקעות כבדות ברכוש קבוע והמשך גידול חד בצורכי הון חוזר. בשנת 2019 תרמו לגירעון גם רכישת איירונאוטיקס וכנפית וכן חלוקת דיבידנד בהיקף חריג של כ-585 מ' ש, מכך כ-319 מ' ש דיבידנד מיוחד שיקוזז בגין חלוקות עתידיות והיתר דיבידנדים בגין רווחי השנים 2017-2018. כמו כן רפאל נדרשה בעקבות החלוקה לתשלום מס חריג. התזרים השלילי המתמשך הוביל לדילול משמעותי ביתרות הנזילות של החברה בשנים האחרונות. בד בבד, החברה נטלה מסגרות אשראי (לא תומכות) בהיקף של כ-2.5 מיליארד ש ממספר תאגידים בנקאיים בישראל, אשר נכון ל-31.12.2020 היא מנצלת כ-300 מ' ש מתוכן².

מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי הרווח התפעולי של החברה בניטרול פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד סביב 850-900 מ' ש בשנת 2021, ללא שינוי מהותי למול שנת 2020, בזכות עלייה מתונה בהכנסות שתקזז עלייה מנגד של הוצאות המכירה והשיווק (שירדו חדות בשנת 2020 בגלל השלכות הריחוק החברתי על פעולות השיווק של החברה). מידרוג מעריכה מקורות מפעולות FFO של 750-800 מ' ש לשנה בשנים 2021-2022 (לעומת כ-870 מ' ש בשנת 2020, במהלכה ניהנתה החברה מהכנסות מס בהיקף משמעותי), נתון המביא בחשבון גם גידול בהוצאות המימון השוטפות נוכח העלייה הצפויה בחוב הפיננסי.

החברה מצויה במהלכה של תכנית השקעות רב שנתית כבדה בבינוי, מכונות וציוד. לאורך השנים 2017-2020 הושקעו ברכוש קבוע ולא מוחשי כ-600 מ' ש בממוצע לשנה. מידרוג מעריכה המשך השקעות הוניות (לא כולל מיזוגים ורכישות) בהיקף של כ-700 מ' ש לשנה גם בשנתיים הקרובות, גבוה מהערכותינו הקודמות, וכן הוצאות חכירה שנתיות (המרכיב המיוחס לפחת) בהיקף כ-60 מ' ש לשנה. מידרוג מעריכה כי סכום המקורות מפעולות יהיה נמוך מצורכי ההשקעות ההוניות של החברה בשנה זו, לרבות רכישה מהותית, באופן שהמקורות נטו לפני שינויים בהון החוזר ולפני תשלום דיבידנדים (FFO-CapEx) יעמדו על סכום שלילי בגובה 200-250 מ' ש. מידת הגירעון תלויה גם בהיקף רכישות עתידיות של חברות. מידרוג הניחה בתרחיש הבסיס רכישה בהיקף של כ-250 מ' ש בשנה הקרובה, בעיקר לצורך ביסוס דריסת הרגל של החברה בארה"ב. לא הנחנו הנבה תזרמית בגין רכישה זו.

יכולת החברה לעבות את היתרות הנזילות, מעבר לכספי גיוס האג"ח המתוכנן, תלויה איפוא בעיקר ביכולתה להקטין את ההון החוזר בשנה זו. מידרוג הביאה בחשבון הקטנה בהון החוזר לאור ההיקפים הגבוהים והחריגים לסוף שנת 2020. לאחר חלוקה מהותית בשנת 2019 כאמור, בשנת 2020 לא חולק דיבידנד למדינת ישראל, ומידרוג מצפה כי החברה תבלום חלוקה גם בשנה זו לנוכח הגידול הצפוי בחוב הפיננסי והמשך ההשקעות הנרחבות.

מידרוג מעריכה כי התזרים החופשי (FCF) של החברה במצטבר על פני השנתיים הקרובות ינוע בין גרעון של 250 מ' ש לבין איזון, בתלותה רבה בתנועה בהון החוזר. אנו מניחים כי תמורת גיוס האג"ח תשמש את החברה בעיקר לעיבוי הנזילות, אשר נכון לסוף שנת

² חלף סכום של 500 מ' ש"ח שהוצג בדוח המקורי שלפני דוח מתוקן זה בשל טעות סופר.

2020 עמדה על היקף נמוך היסטורית של כ-1.05 מיליארד ₪ (כולל ני"ע). בתרחיש זה צפוי יחס הכיסוי, חוב ברוטו ל-EBITDA לנוע בטווח של 3.0-3.5 בשנים 2021-2022, שהינו יחס איטי לרמת הערכת האשראי הבסיסית לחברה. מידרוג מעריכה כי בשנת 2022 עשוי היחס להתקרב לטווח הנמוך.

מדיניות רכישות מתונה וניהול הנזילות מצביעים על מדיניות פיננסית שמרנית במידה התורמת לפרופיל האשראי

לאורך זמן המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה ומאזנת במידה בינונית בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון יחסית, והסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה בינונית. ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים יחסית. מדיניות חלוקת הרווחים של החברה כפי שהתבטאה בשנה האחרונה באה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה, אולם מידרוג מעריכה כי תחול התמתנות בחלוקת הדיבידנדים בשנים הקרובות.

צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים מחייבים מהחברה נזילות גבוהה, הנשענת כיום יותר על מסגרות אשראי

החברה רשמה ירידה תלולה ביתרות הנזילות מאז שנת 2018. צורכי הון החוזר של החברה מכבידים על נזילותה ומאופיינים בתנודתיות חדה בין הרבעונים. נכון ליום 31.12.2020 לחברה יתרות מזומנים ושווי מזומנים של כ-1.05 מיליארד ₪ כשמנגד לחברה און קולים ונע"מ של כ-550 מ' ₪. בנוסף, למועד זה לחברה מסגרות אשראי רחבות היקף ממספר בנקים שאנו רואים בהן חיזוק משמעותי לנזילות החברה. החל משנת 2020, לחברה פרעונות קרן של כ-155 מ' ₪, היקף מתון שאינו מכביד על נזילות החברה. מידרוג מעריכה כי גיוס האג"ח המתוכנן יגדיל את היקף הפרעונות הצפוי בסכום שנתי שנע בין 50 עד 70 מ' ₪, שאינו מהותי יחסית לתזרימי המזומנים של החברה. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנתמכת בתזרים תפעולי חזק ובמרווח רחב 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.

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. חוזק עסקי זה תורם ליציבות הכנסותיה לאורך זמן ומקנה נראות גבוהה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להפחתת סיכון האשראי.

מטריצת הדירוג

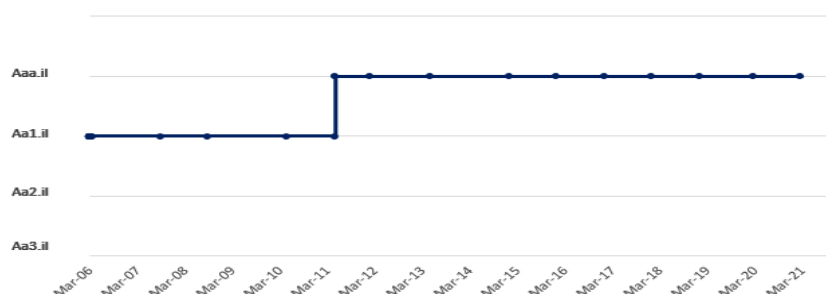
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	---	Aa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aaa.il	9,500-9,600 מ' ש	Aaa.il	9,454 מ' ש	היקף הכנסות	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
A.il	5.0%-5.5%	A.il	5.6%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
A.il	31.0%	A.il	30.7%	הון עצמי / מאזן	
A.il	3.0X-3.5 X	Aa.il	2.4 X	חוב מותאם / EBITDA	
Aaa.il	800-850 מ' ש	Aaa.il	850 מ' ש	מקורות מפעולות FFO	פרופיל פיננסי
Aa.il	8.0X- 9.0X	Aa.il	13.0X	רווח תפעולי / הוצ' ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
aa3.il				הערכת אשראי בסיסית נגזרת (BCA)	
aa2.il				הערכת אשראי בסיסית (BCA) לאחר שיקולים נוספים	
מנפיק הקשור למדינה - GRI					
aa2.il				הערכת אשראי בסיסית (BCA) בפועל	
Aaa.il				סיכון אשראי מדינה - חסר סיכון	
"גבוהה מאוד"				הערכת מידת התמיכה	
"גבוהה מאוד"				הערכת מידת התלות	
Aaa.il				דירוג אג"ח (סדרות ג, ד, ה')	

[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

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 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 הינו מר עוזי לנדאו.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

28.04.2021	תאריך דוח הדירוג:
07.04.2020	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 וכאאלה 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

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

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים 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>