

# רףאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | מאי 2022

## אנשי קשר:

**ליאת קדיש, רוז'ה, סמנכ"ל**  
ראש תחום מיון תאגידים - מעריכת דירוג ראשית  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

**אלעד סרויסי, סמנכ"ל**  
ראש תחום מיון מבנה, פרויקטים ותשתיות  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

---

## רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

דרוג סדרות	Aaa.il	אפק דירוג: יציב
------------	--------	-----------------

מידרג מותירה על כוֹן דירוג il Aaa לאגרות החוב (סדרות ג', ד' ו-ה) שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (להלן: "רפאל" או "החברה"). אפק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורג על ידי מידרג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אפק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	1140276	Aaa.il	יציב	15/09/2034
ד'	1140284	Aaa.il	יציב	15/09/2034
ה'	1140292	Aaa.il	יציב	15/03/2026

### שים קלים עיקריים לדירוג

הדירוג il Aaa לאג"ח (סדרות ג', ד') מוגלם: 1. הערכת אשראי בסיסית (BCA) Baseline Credit Assessment) שמאפשרת לאיתנות הפיננסית הפנימית של החברה, בהיעדר תכינה מיוחדת מהמדינה; 2. הטבה דירוגית של 2 נוטשים על היותה של החברה בעלות ממשית מלאה, וכן הערכת מידרג למידת תכינה מיוחדת בקטגורית סכירות "גבולה מאד" מצד המדינה ותלות הדדיות "גבולה מאד", בהתאם לקריטריונים שמודרג בוחנת על פי המתודולוגיה לדירוג מנפיק הקשור למدينة.

הערכת האשראי הבסיסית לחברת רפאל נתמכת במיצובי עסק' מוביל ויתרונות ייחודיים בולטם בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחום הניה ביטחוניים בעולם, ובפרט, מפיצזב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים, פודיםALKTRON אופטיים ומערכות מגון לרק"ם. תמהיל המכירות המומטה לשוק המקומי, יחסית לחברות הביטחוניות האחרות בארץ (כמחצית המכירות והצבר לאורך זמן), מגבל את הפיזור העסקי, אולם לחברה מרכיב יצוא מוחותי, בפייזור בט리torיות גאוגרפיות שונות, הכול שווקים מפותחים ומפותחים בעלי' פוטנציאל צמיחה.

ענף התעשייה הביטחונית העולמי מאופיין להערכת מידרג בסיכון נמוך, בעיקר לאור מחזוריות ארוכה של ביקושים וחסמי כניסה גבוהים. תקציבי הביטחון בחולק גדול מדינות העולם ובפרט בישראל, באירופה ובארה"ב נוטרו יציבים יחסית במהלך שנות 2021-2022, חרף ההשלכות השיליות של נזיף קורונה על תקציבים של מדינות בעולם. עם צפי לצמיחה של 4%-6% בחזאות הביטחון בעולם בשנת 2022, עפ"י תחזיות מוד"ס<sup>1</sup>, וזאת בהבולת הגידול בתקציב הביטחון האמריקאי. על פי נתוני האגף ליצוא ביטחוני במשרד הביטחון, הייתה שנת 2021 שיא ביצוא הביטחוני של ישראל, שהסתכם בכ- 11.3 מיליארד דולר (כ- 36 מיליארד ש'), לעומת כ- 8.6 מיליארד דולר בשנת 2020, מזה כ- 41% בגין הזמנות מדינות אירופה. המלחמה באוקראינה צפואה להביא להגדלה משמעותית בתקציבי ביטחון ברחבי העולם ובאיומה בפרט ולצד הסכמי אבראהם צפואה לתרומות משמעותית להגדלת הייצוא הביטחוני בשנים הקרובות.

צבר הזמן גדל בהיקף משמעותי בשנת 2021 מכ- 22.9 מיליארד ש' לתוכם 2020 לכ- 28.8 מיליארד ש' לתוכם 2021 ומשמעותו יחס חזק של כ- 2.44 (2.3-2.44) בנרטול הכנסות בגין איחוד לראשונה של אירונאוטיקס וكونטרופ בשנת 2021) שנות הכנסה, התורם לנראות הכנסות החברה בטוויה הקצר והיבני. במונחים שקלים, עליה צבר הזמן של החברה בשנת 2021 בשיעור של כ- 26%-27% ביחס לשנת 2020, עליה הנובעת בעיקר מגדול ניכר בקבלת הזמנות, אשר נבעה בעיקר מקבלת הזמנות ממשרד הביטחון, שהתעכbero בשנת 2020, בשל יעקוב באישור תקציב המדינה ושל השפעות משבב נזיף הקורונה. משרד הביטחון הישראלי היווה כ- 51% מצבר הזמן של החברה לסוף שנת 2021, גידול ייחוס לשנת 2020 (כ- 49%) בשל אישור תקציב וחידוש הזמנות שנדחו. הכנסות החברה גדרו בשנת 2021 בכ- 5%, בעיקר בשל גידול בהכנסות ממurement הביטחון ושל איחוד לראשונה של אירונאוטיקס וكونטרופ (הכנסות בסך של כ- 560 מיליון ש'). הגידול בהכנסות קוזץ בחלוקת ע"י התחזקות השקל (בעיקר) למול הדולר בגין פעילות

<sup>1</sup> Moody's – Aerospace & Defense – Global, 9 December 2021

החברה בחו"ל. כמו כן, החברה ביצעה במהלך שנת 2021 השקעות נרחבות ברכוש קבוע חלק מהתכנית השקעות רב שנתיות וכן ברכישת חברות. תרחש הבסיס של מידרג מניח גידול של 4.4% בצביר ההזמנות לשנת 2022 ובמ以此 בחשבן עליה בהכנסות ביחס לשנת 2021 בשיעור של 12%-9%, זאת על בסיס מכפלי הצבר המוצע של החברה בשנים האחרונות (כולל תקנון מכפלי הצבר בשנת 2021 ע"י נטול הכנסות אירונאוטיקס וكونטרופ). הגידול הניכר הצפוי נובע כאמור בעיקר בגין מגידול בהזמנות ממשרד הביטחון שהעכו בשת 2020 בשל יעקובו תקציב המדינה ושל השפעות משבר נגיף הקורונה, כן מהבנה מלאה לאורך שנה מלאה של חברות שנרכשו וכן כתוצאה מגידול משמעותית בהיקף פרויקטים חדשים, בעיקר בשוק האירופאי, בין היתר, לאור המצב הנוכחי-פוליטי.

להערכת מידרג, רווחות החברה תעמוד תחת אתגרי שיעור משמעותית ורמןנטית של הוצאות כו"פ' ישירות ועקיפות, בגין להוצאות מכירה ושיווק (שנבלמו בשנת הקורונה) והאמרת עלויות השכר בסקטור הטכנולוגיה, שקל חזק ומאידר, המשך מאיצי השיפור ברווחיותה של אירונאוטיקס. הרווחיות התפעולית (לפני הוצאות/הכנסות אחרות) צפופה לעמוד סביר 5.0% מההכנסות בדומה לשנת 2021. מידרג מעריכה מkorות מפעילות FFO של 50-650 מיליון ש"ח לשנת 2022 (לעומת כ 1.0 מיליארד ש"ח לשנת 2021). הירידה הצפואה נובעת מתשלים מס חד פעמי (הוצאות מס) בגובה 450 מיליון ש"ח בגין רווחים כלואים בסך 4.5 מיליארד ש"ח, בגין קיבלה החברה פטור במסגרת חוק עידוד השקעות הון. מידרג מעריכה כי צורכי השקעות ההונאות של החברה בהזדמנות תקופה להיאמד לכ- 950 מיליון ש"ח (כ-500 מיליון ש"ח לשנת 2021), באופן שהמקורות נטו לפני שינוים בהון החוזר ולפני מיזוגים ורכישות ולפני תשולם דיבידנדים (ExCap-FFO) יעדדו על סכום שלילי בגובה 350-300 מיליון ש"ח (חויבי בטוחו של 150-100 מיליון ש"ח בネットול תשולם מס חד פעמי). מיזוגים ורכישות, אשר להערכת החברה נאמדים בטוחו שבין 600-400 מיליון ש"ח יוכנסו מkapות המזומנים של החברה. יכולת החברה לערוב את היתרות הנזילות באיה לידי ביטוי בשנת 2021 הן בהערכתה האג"ח והן ע"י קיטון צורכי ההון החוזר בשנה זו, בעיקר בשל ירידה ניכרת בצורכי ההון החוזר, עקב ירידת ביתרת חוב לקוחות. מידרג מביאה בחשבון גידול בהון החוזר לאור הגידול הצפוי במכירות החברה. לאחר חלוקה מהותית (584 מיליון ש"ח) בשנת 2019, לא חולק בשנים 2020 ו- 2021 דיבידנד למדינת ישראל. הונח כי בשנת 2022 אם יחולק דיבידנד הוא לא עולה על כ-140-100 מיליון ש"ח.

ה חוב הפיננסי המותאם ברוטו של החברה ליום 31.12.2021 הסתכם לכ-3.4 מיליארד ש"ח והוא כולל חוב אג"ח של כ-1.7 מיליארד ש"ח, חוב פיננסי לבנקים ואחרים של כ-0.7 מיליארד ש"ח, התchiaיות לבניין מנויות בחברה מאוחdat של כ-0.4-0.5 מיליארד ש"ח והתchiaיות חכירה של כ-0.4 מיליארד ש"ח. יש לציין, כי במהלך 2021 ביצעה החברה הרחבה של סדרות קיימות באג"ח בסכום כולל של כ- 825 מיליון ש"ח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרג, יחס חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA מוגדר אפסו לעמוד סביר 3.0, זאת לעומת 3.5X ליום 31.12.2021. שיעור המינוף המאזני, כפי שנמדד ביחס ההון עצמי לסק' מאזן, חלש יחסית לרמות הדירוג ועמד על כ- 27.3% ליום 31.12.2021, בין היתר, בהשפעת יתרות המזומנים שבמאזן החברה. מידרג מעריכה כי בשנת 2022 צפוי קיטון בחוב הפיננסי מותאם ברוטו של החברה, בעיקר בשל פורענות שוטפים של האג"ח, אשר יוכנסו מהתוותה הנזילות. החוב נטו של החברה צפוי לעלות בשנת 2022 בכ-0.1 מיליארד ש"ח לאור התזרים החופשי השילבי כאמור לרבות USEKOT מיזוגים ורכישות.

במהלך הרביעון השלישי של שנת 2019 השלים 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, אחוז דוחות הכספיים של אירונאוטיקס בדוחות הכספיים של רפאל.

מידרג מעריכה כי כרויות ההון ימשכו להיבנות מצבירת הרוח הנקי שמעבר לחלוקת דיבידנדים. למורות תזרים חופשי חלשות, נזילות החברה טוביה מאוד ונתקמכת ביתרת נזילות משמעותית ליום 31.12.2021 של כ-2.5 מיליארד ש"ח וכן במסגרות אשראי בהיקף נרחב של כ- 4.7 מיליארד ש"ח מזה כ- 700 מיליון ש"ח מסגרות מחייבות.

## אפקט הדירוג

אפקט הדירוג היציב משקף את הערכתנו לשמרות עסקית המוצבה על החברה וכן משקף את הערכתנו כי החברה תנוקוט מדיניות פיננסית לשמרות פרופיל פיננסי סolididi ובלימת העליה ביחסו הכספי הפיננסיים.

**גורם אשר יכול להוביל להורדת הדירוג:**

- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרוחות
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחס כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-EBITDA מעלה 3.0 לאורך Zeit
- ירידה בהערכתנו לתמיכת חיזוקת מהמדינה בכידת הצורך

### רפואי מערכות לחימה מתקדמות בע"מ (מאחד) - נתוניים עיקריים, ב מיליון נ"ז:

FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	
8,128	9,319	9,707	9,454	9,931	הכנסות
5.9%	5.2%	5.0%	5.6%	5.0%	שיעור חוח תפעולי לפיפי ה'כ/חצ' אוחחת
3,386	2,605	1,334	1,054	2,458	יתרת נזילות (מצומפס ותיק פ"ע)
1,646	1,527	1,924	2,106	3,496	חוב פיננסי בחוטו מותאם *
32.3%	33.1%	30.6%	30.7%	27.3%	חן עצמי / סך מ잔
2.2	2.0	2.4	2.4	3.5	חוב פיננסי בחוטו מותאם ל-EBITDA *
5.1	-	5.5	4.3	5.9	חוח תפעולי / חצ' מס' פיקונט **

\* חוב ברוטו מותאם כולל התchiaיות מואדיות בגין חכירה וכן התchiaיות לבני מניות בחברה מאוחדת \*\* הוצאות מיפוי נטו כוללות הוצאות ריבית, הפרשי שע"ח והוצאות מיפוי שונות ובנורול רוחוי שערוך תיק נ"ע.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### הטבה דירוגית נוספת "גבולה מאד" לתמיכת הצד בעלות המניות וקורלויזיה נסוכה עם המדינה

דירוג אגרות החוב זוכה להטבה דירוגית מעבר להערכת האשראי הבסיסית (BCA) לחברה בשל הערכת מידרג לקטגורית סבירות "גבולה מאד" לתמיכת בחברה מצד המדינה, המחזיקה בה בעלות מלאה, לצד הערכת מידרג למידה "גבולה מאד" של קורלויזה בין סיכון האשראי של החברה לזה של המדינה. בהתאם למתודולוגיה של מידרג לדירוג מנפיק קשר לרשות המדינה, הערכת מידרג לסבירות התמיכה ברפאל נשענת על השיקולים הבאים: 1. התשייה הביטחונית בישראל מחייבת נדבך חשוב בדוקטרינת הביטחון הלאומי של ישראל ובעל חשיבות לאומית אסטרטגית; 2. מעמדה האסטרטגי הבכיר של החברה, אשר מאופיינת בפרופיל טכנולוגי מתקדם ומוביל ברמה בינלאומית ובעל נכסים ופתרונות אסטרטגיים לאומים בניהם ניצבת המדינה והיותה של המדינה לキー מרכז של רפואי; 3. כדי שמחזיקה בעלות ובשליטה מלאה בחברה, המדינהינה הינה בעלת השפעה על אסטרטגיית החברה ועל מינוי הדירקטוריון ואנשי המפתח בחברה; 4. טריך וקרוד של Tamika שניתנה לחברות ממשלתיות בתחום התעשייה הביטחונית בישראל (אם כי לא לרפאל עצמה). בד בבד, הסבירות לתמיכה מוחלשת בORITY מה בשל העדר ערבות פורמלית או משתמשת לאגרות החוב.

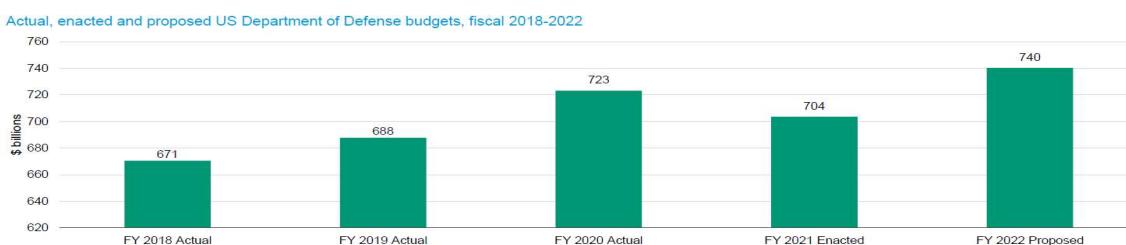
### המלחמה באוקראינה צפואה להבייא להגדלה משמעותית בתקציבי ביטחון ברחבי העולם ובאירופה בפרט ולצד הסכמי אברהם צפואה לתרום משמעותית להגדלת הייצוא הביטחוני בשנים הקרובות

היקף הפעולות בענף התעשייה הביטחונית מצוי בקורסיב גובהה עם תקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית בשל משך תהליכי הפיתוח והרכש. שינוי במקומה עלול להתறחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כפי שנראה מעת לעת וביתר שאת כאשר מדובר בעימות צבאי נרחב כדוגמת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, כמו גם בשל משבורים כלכליים חמורים עשויים לפגוע בתקציבי הממשלה. יש לציין כי בעקבות המלחמה והמתיחות הביטחונית, ישנה התעניןנות חסרות תקדים במוצריו החברה, בעיקר באירופה וכי מדינות רבות צפויות להגדיל את תקציב הביטחון. האומות הביטחוניות במדינות המערב, שינויים

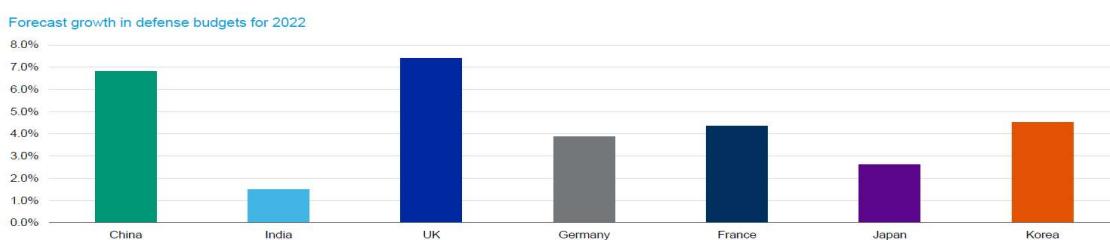
גאופוליטיים, עימותים וסתלים שונים ברחבי העולם הפליכה באוקראינה הביאו שורה של מדינות להגדיל את התקציבים הביטחוניים בשנים האחרונות, بد בבד עם ההתאוששות הכלכלית העולמית.

בסקירת ענף Aerospace & Defense מחודש דצמבר 2021<sup>2</sup> הערכה מוד'ס צמיחה בשיעור של כ- 4%-6% בתקציבי הביטחון ברחבי העולם בשנת 2022 על רקע מתייחסות אשר תוביל להשקעות משמעותיות בשדרוג של מערכות הגנה וזאת גם בתמיכת הגידול בהוצאות הביטחון של ארה"ב, המהוות 35%-40% מסק ההוצאה הביטחונית העולמית לאחר זמן אשר הוערך בכ- 5.1% לעומת תקציב 2021 וכן בשל עלייה מסוימת בהוצאה מצד מדינות ברית נאט". בעיות לאורך שרשרת האספקה צפויות להביא לפגיעה כלכלית בשל השפעה על עלויות זמינות מרכבי הייצור, קשיים בהגדלת הייצור עקב קשיי גיש כוח אדם וקשיים לוגיסטיים.

#### תחזית מוד'ס בנוגע לתקציב הביטחון של ארה"ב (דצמבר 2021):



#### תחזית מוד'ס בנוגע להגידול בתקציבי הביטחון של מדינות בעולם (דצמבר 2021):



בסקירה נוספת ממרץ 2022<sup>3</sup> בעקבות פלישתה של רוסיה לאוקראינה מעריכה מוד'ס התחזקות מגמת הנגדלת התקציבי ביטחון בעיקר בארה"ב ובאירופה, כאשר בולטת בהיבט זה הינה גרמניה אשר צפוייה להעלות את תקציב הביטחון לכ- 100 מיליארד אירו חלוף כ- 65 מיליארד אירו בשנת 2021. יחד עם זאת, הקשיים לאורך שרשרת האספקה צפויים להתגבר אף הם ולהמשיך להעיב על הביצועים וה透支ות כספיות.

על פי נתוני האגף ליצוא ביטחוני במשרד הביטחון היוותה לשנת 2021 שנת שייא ביצוא הביטחוני של ישראל שהסתכם בכ- 11.3 מיליארד דולר (כ- 36 מיליארד ₪) לעומת כ- 8.6 מיליארד דולר בשנת 2020, מזוה כ- 41% בגין הזמנות מדינות אירופה וזאת בטרם פלישתה האמורה של רוסיה לאוקראינה. כמו כן, בעקבות חתימה על הסכמי אברהם בספטמבר 2020 במסגרתם נורמלו היחסים בין ישראל, איחוד האמירויות ובהرين ולאחר מכן גם מול סודאן ומרוקו היווה היצוא למדינות אלו בשנתו הראשונה שיעור של כ- 7% (כ- 800 מיליון דולר) מסך היצוא הביטחוני לשנת 2021.

הענף מצא ברמת תחרות גבוהה יחסית לאחר מספר שנים של האטה, אשר הובילו לכניות חברות ביטחוניות בין"ל גדולות לפעול גם במדינות מפותחות, לחץ על מחירי המכירה, לדרישות גברות מצד הלוקוחות לינידול במ"פ העצמי של החברות, לחוזים במכירת

Moody's – Aerospace & Defense – Global, 9 December 2021 <sup>2</sup>

Moody's – Aerospace & Defense – SECTOR COMMENT, 30 March 2022 <sup>3</sup>

קבוע, בעיקר מצד משרד הביטחון האמריקאי וכן לתנאי מישון טובים יותר, לרבות הארכת ימי הליקוחות. להערכת מידרג מגמות אלו הרעו בשנים האחרונות את חילוקת הסיכוןים לאורך שרשרת הערך בעקבות רערעת החברות הביטחונית. רמת התחרות הובילה בשנים האחרונות למגמה גוברת של מיזוגים ורכישות בענף, אשר נבעו מהשאיפה להרחיב את מגוון הਪתרונות והפתרונות וליצור יתרון משמעותי יותר לגודל במטרה להתמודד על תקציבים מלקוחות אסטרטגיים. התפתחות תפיסת הביטחון, כפי שמקבלת בסדי' העדיפויות הנציגים מתקצבי הביטחון של משרד ההגנה האמריקאי ושל מדיניות מופוחות (בעיקר ממערב אירופה), מובילה להסתה תקציבים בתחום הלחימה האוירית על חשבון הלחימה היבשתית ולשימת דגש רב יותר על לחמה א-סימטרית במספר זירות במקביל, שימוש במערכות ובכליים בלתי מאישים, מודיעין מעקב וסיור ולחמות סייבר. בכלל, תמורות אלו תומכות בתעשיית הביטחון הישראלית, המספקת צרכים אלו. להערכת מידרג, ציפוי המשק גידול בvikושים למערכות דזרות ועתרות טכנולוגיות, מערכות שליטה ובקרה (שו"ב), הגנה ברמת החיל הבודד, מערכות אלקטронיות מתקדמות ואמצאי הגנה לביטחון פנים (SLH) וממערכות טילים מדוייקים. מאפייני סיכון נוספים בעקב הינם: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחונית משתמשות בקבלניות משנה, במוגל השני והשלישי של הספקים. קבלני המשנה חשובים למייצב התחרות של הקבלנים הראשיים ומਐפינים בגישות מחיר פחותה; פרויקטים גדולים וمتמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, יצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות וליכולת ניהול פרויקטים באופן הדוק; מרכיב גובה של הוצאות שכר ותកורות קבועות, לרבות מרכיב כו"פ, המכובדים על הרוחניות בעות של קיטון בפעולות ופוגמים בಗמישות התפעולית; סיכון אשראי נזוכים, לרבות מתקומות מליקות מסוימות שתורמות למאפייני הנציגות; חסמי כניסה גבוהים היוצרים יתרון למתקנים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדיניות הבסיס, הנובעת מידע ויכולת טכנולוגיות הגלומות בפועלות.

#### **יכולות טכנולוגיות גבוהות ומובילות והגנה אקטיבית תומכים בمضג התחרותי של החברה**

הפרופיל העסקי של רפאל נתמך בהיקף פעילות רחב המתבטא בהכנסות של כ- 9.9 מיליארד ש"ח בשנת 2021, וביכולות טכנולוגיות גבוהות וייחודיות. היצע המוציאים והפתרונות של החברה כולל מונע מערכות טילים מונחים ומדוייקים לתקיפה והגנה, מערכות ל"א", תקש"ב ומודיעין מתקדמות לאויר ים ויבשה, מערכות הגנת תשתיות ומתקנים אסטרטגיים בים ועוד. לחברה מעמד עסקי מוביל בתחום הטילאות, פודים אלקטרואופטיים ומערכות הגנה וירוט בארץ ובעולם, אשר מוסיפים להוות את מנוע הצמיחה של החברה, במיוחד במדיניות מתחפהות. החברה הנהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר במערכות הביטחון בישראל, המשמשת כר ניסויים מבצעי עבור טכנולוגיות חדשות התורות "הכשרה" מוצרייה ומהווה מנוף טכנולוגי ושיווקי עבור מוצרי החברה בעולם. היכולת לשמר על יתרונה הטכנולוגי נגזרת מההשקעותיה של החברה במו"פ, הכהות חלק מרכצי במבנה העליונות של החברה. שי悠 הוצאות המטו"פ נטו ביחס להכנסות עמד בשנת 2021 על 8.2% והוא משקף גידול לעומת 7.9% בממוצע בשנים 2020-2018, כחלק מהתלה אסטרטגית של החברה ושיLOB גם עם תנאי השוק. מידרג מעריכה כי שי悠 הוצאות זה יותר ברמתו בטוחה הזמן הקצר והבינוני.

במהלך הרביעון השלישי של שנת 2019 השלים 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 לחברת שליטה, אחוז דוחותיה הכספיים של אירונאוטיקס בדוחות הכספיים של רפאל. יש לציין, כי אירונאוטיקס אינה עמודה באחת מักษמי הפיננסיות מול הבנקים הממומנים וכי החברה קיבלה כתוב ויתור בתוקף עד לסוף שנת 2022. על אף האמור לעיל, ועל אף פגיעה בתוצאות החברה בשנים 2020 ו-2021, בעיקר של השפעות התפשטות נגיף הקורונה, החברה מניה צמיחה בבסיס הרוח התפעולי של אירונאוטיקס לשנת 2022 וכי שיתוף הפעולה בין החברות עתיד לפתח בפני רפאל חשיפה לקטגוריות מוצריים בתחום המודיעין והשו"ב ומהווה השקעה אסטרטגית, אשר קיבל בסדי' לאורך השנים כמנוע צמיחה של החברה בתחום פתרונות המודיעין.

בשלב זה מידרג אינה מניה תרומה מהותית של אירונאוטיקס בע"מ (50%) לתחומי המזומנים של החברה בטוחה הזמן הקצר.

פייזר הליקוחות של החברה נמוך ומוגבל, כאשר משרד הביטחון מהווה שי悠 של כ- 50% מההכנסות לאורך השנים האחרונות (כ- 47% ממוצע תלת שנתי בשנים 2019-2021). ריכוזיות זו יוצרת חשיפה לשינויים אקסטגניים בהקצת המשאבים בשוק המקומי ולמגבילת התקציב של משרד הביטחון. בד בבד, לרפאל פועלות ממשמעותית מול מדיניות מתחפהות ובפרט הזה. כמו כן רפאל פועל על מנת להרחיב את דרישת הרצל בפועלות בארה"ב. להערכת מידרג, לחברה חשיפה נוכחית לסיכון אשראי לקוחות שרים גופים ממשלהים, ולרוב בעלי קשרים ארוכי טווח.

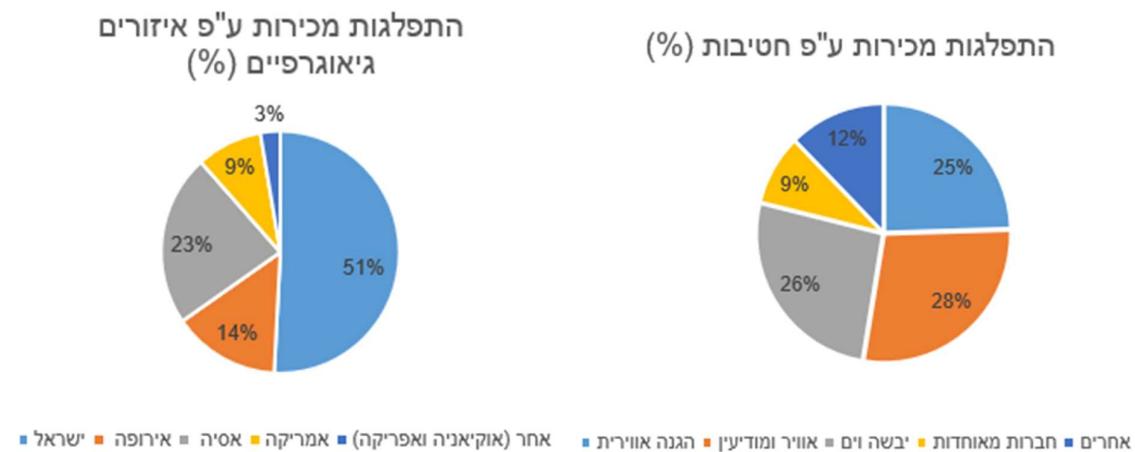
### **גידול משמעותית בקצב הזמן מקופה נראות הכנסות טובות לטוח הקצר, לצד רווחיות חלשה יחסית, לאור מרכיב מ"פ משמעותי**

בדצמבר השנה שחל רפאל משקל נראות טובות של הכנסות בשנתיים הקרובות וכן אישור תקציב הבudget ע"י הממשלה הנוכחית תוחם את הגדלתו אף הוא תומך בטיבוב הצבר. לרפאל צבר הזמן בהיקף משמעותי של כ- 28.8 מיליארד ש"נ נכון ליום 31.12.2021, לעומת כ- 22.9 מיליארד ש"נ ליום 31.12.2020 - עלייה של כ- 26%, אשר נובעת בעיקרה מתקבלת הזמן ממשרד הביטחון שהתעכבה בשנת 2020 בעקבות פעולות שיווק ואחד הדוחות הכספיים של החברות אירונאוטיקס וكونטרופ באפריל 2021. חלקו של הייזא צבר הזמן עמד בממוצע על כ- 50% בשנים 2019-2021 וزادה לעומת ממוצע של כ- 45% בשנים 2016-2018. מוגמה זאת הביאה לשיפור קל ברוח הגולמי הממוצע בין התקומות של הקיימת של פעילות הייזא מואפנית בשערוי רווחיות גבויים ביחס לפעילויות מול משרד הביטחון. צבר הזמן מקופה נפרנס על פניו מספר רב של פרויקטים, ותומך בנראות הכנסות של החברה בטוחו הזמן הקצר והבנייה, כפי שמשתתקף במכפלי צבר להכנסות של 2.3 (2.44 בネットול הכנסות בגין איחוד לראשונה של אירונאוטיקס וكونטרופ בשנת 2021) לעומת 2.6 לאורך השנים האחרונות, צוין כי הירידה ביחס בשנת 2021 נובעת מהייזא צבר הזמן מקופה בשנת 2020 בעקבות עיכוב באישור תקציב המדינה.

מידרג צופה צמיחה בשיעור של 5%-4% בקצב הזמן בשנת 2022. הכנסות החברה לשנה נתונה מושפעות בעיקר מההתפתחות הצבר בשנתיים שקדמו לה. איו לכך, הזמן שנדחו בשנת 2020 ונכנסו לצבר של שנתיים 2021 צפויות, יחד עם הנבנה מלאה לאורך שנה מלאה של חברות שנרכשו וכן כתנאה מגידול משמעותי בהיקף פרויקטים חדשים בעיקר בשוק האירופאי לאור המצב הנוכחי. פוליטי האמור להביא להערכת מידרג לצמיחה בשיעור של 12%-9% בהכנסות החברה לשנת 2022. להערכת מידרג, גמישותה העסוקית של החברה מוגבלת בהינתן רמת התחרות הגבוהה הקיימת בענף, היוצרת לחצי המכירות, דרישת להעמדת מימון ללקוחות ודרישה לעמידה בלוחות זמנים קצריים בפיתוח פרויקטים ומוצרים בהתאם ללקוחות. בנוסף, היקף הפעולות המהוות מול משרד הביטחון מהו גם הוא מושך על הרוחיות. רווחיות החברה, כפי שמתבטאת בשיעור הרוחות התפעולי (לפניהם הכך/הז' אחורות) להכנסות, הינה נמוכה יחסית, ונמצאת במוגמת שחקה למעט בשנת 2020, בה ניכר שיפור ברוחיות החברה, חרף הירידה בהכנסות, זאת בעקבות נוכחות ירידת בהוצאות מכירה ושיווק בשל משבר הקורונה. בשנת 2021 ירד שיעור הרוחות ל- 5% (לעומת 5.6% בשנת 2020) בעקבות גידול בחלוקת מחקר ופיתוח (8.2%) מסך הכנסות לעומת 7.2% בממוצע בשנים 2018-2020). כמו כן, נרשם גידול בהוצאות מכירה ושיווק בשל הניגוד בנסיבות לח"ל ותערוכות לאחר שנת הקורונה וכן בהוצאות הנהלה וכלליות בין היתר בשל איחוד לראשונה של אירונאוטיקס וكونטרופ.

תרחיש הבסיס של מידרג נשען על ההנחה העיקריות הבאות: (1) גידול בתקציב הביטחון בישראל וברחבי העולם ובאירופה בפרט לאור המצב הנוכחי-פוליטי (2) גידול בקצב הזמן בין היתר בשל המוגמת שהתעכבה שנים קודמות לאור עיכובים באישור תקציב המדינה (3) פעילות מהותית מול משרד הביטחון המואפנית ברוחיות נמוכה יחסית למול פעילות החברה בחו"ל (4) מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותகומות קבועות, לרבות מרכיב מ"פ משמעותי. לאור אלו מידרג מעריכה כי בדומה לשנת 2021, הרוחיות התפעולית תעמוד סביב 5% מהכנסות בשנת 2022. יש לציין כי מוגמת שע"ח שקל/долר ושקל/אירו היא בעלת השפעה לא מבוטלת על רווחיות החברה, וזה נוטרלה בהערכתנו לגבי הרוחיות העתידית.

להלן פילוח התפלגות הכנסות החברה לשנת 2021 לפי חלוקה גיאוגרפית ולפי חטיבות עסקיות:



אחרים ■ חברות מזוהדות ■ יבשה ים ■ אירופה ■ אמריקה ■ אפריקה ואוקיאניה ■ ומודיעין ■ ישראל ■ אחר

#### **השקעות גבוהות ורכישת חברות לצד תשלום מס חד פעמי יובילו לדילול הנזילות**

במהלך שנת 2021 רשמה החברה תזרים חופשי חובי (FCF) של כ-196 מיליון ש"נ, בהמשך לתזרים חופשי שלילי של כ-450 מיליון ש"נ בשנת 2020, הגידול בתזרים החופשי בשנת 2021 נבע מירידה ניכרת בצרבי ההון החוזר בעקבות דחיתת הזמנות עקב העיכוב באישור תקציב המדינה והשלכותיו.

מידרג מעריכה בתרחיש הבסיס כי הרווח התפעולי של החברה בネットול פחות והפחחות (EBITDA) יעמוד סביבה 1,100-1,000 מיליון ש"נ בשנת 2022, ללא שינוי מהותי לעומת שנת 2021 בעקבות השכר אשר משמשות בהוצאות החברה. כמו כן, מידרג מעריכה מקורות מפעولات FFO של 600-650 מיליון ש"נ בשנת 2022, לעומת כ-1,000 מיליון ש"נ בשנת 2021 בעקבות תשלום מס חד פעמי בגובה 450 מיליון ש"נ בגין רווחים כלואים בסך 4.5 מיליארד ש"נ בגין קיבלה החברה פטור במסגרת חוק ייעוד השקעות הון. החברה מציה במלכיה של תוכנית השקעות רב שנתיות במבנה, מכונות וציוד. לאחר השנים 2017-2021 הושקעו ברכוש קבוע ולא מוחשי כ-645 מיליון ש"נ בממוצע לשנה. מידרג מעריכה כי צורכי השקעות ההוניות של החברה בשנת התחזית צפויות להאמד לכ- 950 מיליון ש"נ (כ-850 מיליון ש"נ בשנת 2021), באופן שהמקורות נתנו לפניו מיזוגים ורכישות ולפניהם תשלום דיבידנדים (Ex-CapEx) יעדדו על סכום שלילי בגובה 350-300 מיליון ש"נ (חויבי בטוטו של 150-100 מיליון ש"נ בネットול תשלום מס חד פעמי). מיזוגים ורכישות אשר להערכת החברה נאמדים בכ-600-400 מיליון ש"נ ימומנו מ קופת המזומנים של החברה. מידרג מביאה בחשבון גידול בהון החוזר לאור הגידול הצפוי במקורות החברה. לאחר חילקה מהותית (584 מיליון ש"נ) בשנת 2019, לא חלק בשנים 2020 ו- 2021 דיבידנד למדינת ישראל. מידרג מניחה כי בשנת 2022 ישולק דיבידנד בסכום שאנו עולה על כ-140-100 מיליון ש"נ.

מידרג מעריכה כי בשנת 2022 צפוי קיטון בחוב הפיננסי מותאם ברוטו של החברה בעקבות של פירעונות שוטפים של האג"ח, אשר ימומן מהיתרות הנזילות. החוב נתנו של החברה צפוי לעלות בשנת 2022 בכ. 0.1 מיליארד ש"נ לאור התזרים החופשי שלילי כאמור. בתרחיש זה צפוי יחס הכספי, חוב ברוטו ל-EBITDA לנوع סביר 3.0 בשנת 2022, שהוא יחס איטי לרמת הערצת האשראי הבסיסית לחברה.

#### **מדיניות רכישות מתונה וניהול הנזילות מוצבאים על מדיניות פיננסית שמרנית במידה התורמת לפורופיל האשראי**

לאורך זמן המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה ומאזנת במידה ביןונית בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. התיאנון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון יחסית, והסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה ביןונית. ניהול סיכון השוק

וניהול הנזילות שמרוניים יחסית. מדיניות חלוקת הרוחחים של החברה כפי שהתבטאה בשנה الأخيرة באהה על חשבן פגעה בಗמישות הפיננסית של החברה, אולם מידרג מעריכה כי תחול התפתחות בחלוקת הדיבידנדים בשנים הקרובות.

#### **צורך הון חוזר גבואה ותנודתיים מחיברים מהחברה נזילות גבואה, הנשענת כיום יותר על מסגרות אשראי**

ליום 31.12.2021 לחברה יתרות מזומנים ושוי מזומנים של כ- 2.4 מיליארד ש. בסופו, נכון ל- 31.12.2021 לחברה מסגרות אשראי בהיקף של כ- 4.7 מיליארד ש מתוכן כ- 700 מיליון ש מסגרות מחייבות. לאורך זמן מכבים צורכי ההון החזר על הנזילות ולהערכת מידרג ציפוי גידול לצורך החברה בשנת 2022. החל מישנת 2022, בעקבות הרחבת סדרות האג"ח לחברה פירעונות של כ- 260 מיליון ש, היקף מתן יכול יתרות הנזילות של החברה. לחברה נכישות פיננסית טובה, הנמכת בתזרים תפעולי חזק ובכורה רחב מאמות המידה הפיננסיות בקשר עם אגרות החוב שגייסה. מידרג מעריכה כי מעמדה של החברה, לרבות היotta חברה ממשלתית בעלת חשיבות אסטרטגיית, מקנה לה נגישות טובה לגורםים מוכנים.

#### **פירוט השיקולים הנוספים לדירוג**

הערכת האשראי הבסיסית (BCA) גבואה בנסיבות אחד מהנזר ממטריצת הדירוג לאחר שמידרג הקנחה לחברת הטבה דירוגית בגין מעמדה העסקי הייחודי של החברה, בהשוואה למונפיקים אחרים, מעבר למשמעות במטריצת הדירוג, נוכח הדומיננטיות שלה כירנית הטילים המוביל והעיקרי בישראל ובין המובילות בעולם, המכווה מאגר ידע ומומ"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני. חוזה עסק זה תורם ליציבות הכנסותיה לאורך זמן ומקנה נראות גבואה לתזרימי המזומנים, ובכך תורם להפקחת סיכון האשראי.

#### **מטריצת הדירוג**

		31.12.2021		ליום		פרמטרים	קטגוריה
תקנית מידרג		סדייה	ניקוד	סדייה [1]	ניקוד		
Aa.il	---	---	Aa.il	---	---	סיכון עני	ענף הפעולות
Aaa.il	10,500- 11,500 ₪	Aaa.il	9,930 מ' ש	1,631 מ' ש	היקף הכנסות	פרופיל עסק'	רוחניות
Aa.il	---	Aa.il	---	---	מעמד עסק'		
A.il	5.0%	A.il	5.0%	---	שיעור רוח תפעולי		
A.il	28.0%	A.il	27.3%	---	הון עצמי / AMAZON		
A.il	3.0X-3.2 X	A.il	3.5 X	EBITDA	חוב מותאם / EBITDA		
Aaa.il	600-650 [2] ₪	Aaa.il	1,020 מ' ש	FFO	מקורות פעולות FFO	פרופיל פיננסי	רוחות פיננסיות
A.il	6.0X- 6.5X	A.il	5.9 X	הוץ ריבית	רוח תפעולי / הוצאה ריבית		
A.il	---	A.il	---	---	מדיניות פיננסית		
aa3.il					הערכת אשראי בסיסית נגזרת (BCA)		
aa2.il					הערכת אשראי בסיסית (BCA) לאחר שיקולים נוספים		
aa2.il					מנפיק הקשור למدينة - GRI		
Aaa.il					הערכת אשראי בסיסית (BCA) בפועל		
Aaa.il					סיכון אשראי מדינה - חסר סיכון		
"גבואה מואוד"					הערכת מידת התמיכה		
"גבואה מואוד"					הערכת מידת התלוות		
<b>Aaa.il</b>					<b>דירוג אג"ח (סדרות ג/ד/ה)</b>		
[1] המדדים המוצגים בטבלה אינם לאחר התאמת מידרג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרג כוללת את הערכות מידרג ביחס למספר בהתחם לרוחש הבסיס של מידרג, אלא את הערכות המופיע							
[2] הירידה האכיפה נובעת מתשלום מודם פערני בגובה 450 מיליון ש. בגין רוחחים כללאים בסך 4.5 מיליארד ש. בגין קבלת החברה פטור במסגרת חוק עידוד השקעות בחו"ל							

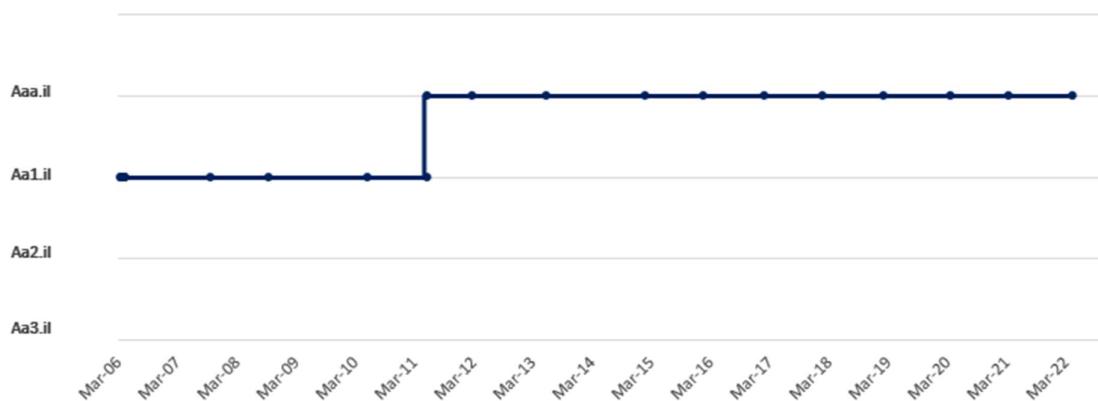
## ESG

לחברה חשיפה לסיכון סייבר, העולאים לחושף אותה לסיכון אסטרטגיים, כספיים, תפעוליים ולסיכון מוניטין. החברה פועלת באופן שופך לצמצום חשיפה זאת, בין היתר, באמצעות סיעם בייעצים חיצוניים וחווית דעת חיצוניים,amusאים טכנולוגיים מתקדמיים ועוד. החברה הנהן חברת ממשלתית וקשריה גם בקשר עם הסכמים קיבוציים. כמו כן, החברה מתחילה בסביבה תחרותית מאוד מבחינה איתה, גיוס ושימור כוח אדם איכותי. להערכת מידרוג חשיפת רפאל לסיכון אלו אינה מהותית.

## אודות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ התקיימה לרשותה בינואר 1995 כחברה בעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה מתכוננת, מפתחת וכיירת אמצעי לחימה מתקדמים במסגרת שלוש חטיבות עסקיות: חטיבת מערכות אויר ומודיעין (חימוש מונחה מדוק) ללוחמת אויר-שטח, תקשוב, איסוף ועיבוד מודיעינים ולחימה בראשת), חטיבת מערכות להגנה אוירית (מערכות יירוט והגנה מפני נשק תלול מסלול, רחפנים והגנה אוירית, חימוש מונחה מדוק ללוחמת אויר-אויר) וחטיבת מערכות יבשה ווים (עמדות נשק, מיגון לרק"ם, מערכות משוגרות-כתף ומערכות לחימה ימית, הננת התשתיות והמכתנים האסטרטגיים בים וביבשה). מנכ"ל החברה הינו מר יואב הרaben (אלוף במיל') וי"ר החברה הינו מר עוזי לנדאנו.

## ההיסטוריה דירוג



## דוחות קשורים

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

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

[התאמות לדוחות הכספיים והציג מדרדים פיננסיים מרכזים בדרוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דרוג מנפיק הקשור לממשלה - דוח מתודולוגי, יולי 2021](#)

[קיים מנגנון לבחינות סיכון סביבתיים, חברותים וממשל תאגידים בסוגרת דירוג אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[словות והגדירות הדירוג של מידרוג](#)

[הדווחות מפורטים באתר מידרוג](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

תאריך דוח הדירוג:	03.05.2022
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	28.04.2021
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	21.03.2006
שם יוזם הדירוג:	רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

**מידע מן המנפיק**

מידרג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

### словם דירוג מקומי לדמן ארוך

מנפיקים או הנפקות המדורגים או Aaa מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למונפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או Aa מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למונפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או A מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי גבוה יחסית למונפיקים מקומיים אחרים.	A.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או Baa מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי ביןוני יחסית למונפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או Ba מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי חלש מאד יחסית למונפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים ממשמעותיים.	Ba.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או B מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי חלש מאד יחסית למונפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים ממשמעותיים.	B.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או Caa מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למונפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים ממשמעותיים ביותר.	Caa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או Ca מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכון כלשהם להחזר קרן וריבית.	Ca.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים או C מציגים, על פי שיפוטה של מידרג, כשר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכון כלשהו להחזר קרן וריבית.	C.il

הערה: מידרג משתמש במסठנים מספריים 1, 2, 3 או Aa ועד il. Ai הוא המשנה '1', מצין שאגרת החוב מציה בקצתה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא מסויכת, המצינה באותיות. המשנה '2' מצין שהוא נמצא באמצע קטgoriyת הדירוג ואילו המשנה '3' מצין שאגרת החוב נמצאת בחלק התיכון של קטגורית הדירוג שלו, המצינה באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחבר' מידרוג בעמ' (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והואthon על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשחוב, להפץ, להעכיר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמר אותו לשימוש נוסף למטרת כלשהי, באופן שלם או חלקו, בכל צורה, אונן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### ازהרא הנוגעת למגבלות הדיגון ולסיכוי הסתמכות על דירוג ואזהרת והטייגיות בקשר לפועלות של מידרוג בעמ' ולמידוע המופיע באתר האינטרנט שלו

דרוגים / או פרסומות שהונפק על ידי מידרוג צובי, נכון ולבסוף ביחס לפסיק אשראי היחסי העתידי של ישויות, התיחסויות אשראי, חובות ו/או מכירות פיננסיות דמיין חוב, נכון ולבסוף ביחס לפסיק אשראי לא ישינה את הדירוג או הפסיקה אותה. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הרכות הקבוסות על מודלים כוכתיים של סיכון אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוג ופרסומה אינם מהווים הצהרה בדבר נוכחות של עבודות במועד הפרסום או בلالל. מידרוג עשויה שיטות שיטות דרבו לשם מנת חוות דעת בהתחלה לגדרות היפותזות בלבד עצמן. בחרה בסיסי קשוף את עדתה של מידרוג בגין טיסון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של טיסון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככל האמם מהווים חוות דעת ביחס לטיסוני אשראי של מנפיקים וכן של התיחסות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיעדים להשוואה בין מדינות אלא טיסון אשראי ייחסו במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה טיסון אשראי כטיסון לפחות עלולה שלא לעמוד בהתחייבותה הפיננסיות החזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כל פירעון. דירוגים אינם מתייחסים לכל טיסון אחר, כגון המתייחס לנדלית, לערך השוק, לשינויים בשערו ריבית, לתנודות מוחרים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדיםוגים המונפקים על ידי מידרוג / או פרסומה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה / או מכירה של אגרות חוב / או מכירות פיננסים אחרים / או כל השקעה אחרת / או להימנע מכל אחת מפעולות אלו.

הדיםוגים המונפקים על ידי מידרוג / או פרסומה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננס, וכן אין בהם משום התיחסות להתחמה של השקעה מסוימת למשך זמן ממושך. מידרוג מונפקה דירוגים תחת הנונה שכל השקעה שיפוטה בהם ובידורוגים, ניקוט זהירות ראייה ויבצע את הערכתו שלו (בעצמו / או באמצעות אששי מקטעו המונפקים לכך) בדף הבדיקה של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזק או למכור. כל מkeitן צריך להסתה ביעיון מקטעי קשר עם השקעתו, עם הדין החל עליינו / או עם כל עניין מקטעי אחר.

מידרוג אינה מעניקה שום אחריות, מפורשת או מעתממת, בגין לדיק, להיווט מטהים למועד מסוים, לשלם, לסתורו או להתחמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת מטעם אחד או מיעוד שנספר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

הדיםוגים מידרוג ופרסומה אינם מיעדים לשיקוש של משקעים פרטניים ויהה זה בלתי אחראי ובבלתי הולם למסקיין פרטי לעשות שיפוטה בדיםוגים של מידרוג בפרשניה בקבלה של החלטת השקעה על ידו. ככל מקרה של ספק, טון הראי שייעוץ עם ייעוץ פיננס או מקטעי אחר.

כל המידע הכלול בדיםוגים של מידרוג / או פרסומו ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "מידיע"), נמסר למידרוג על ידי מקרים מיעד (לרבות הנסיבות הנחשבים בעינה לאמינים). מידרוג אינה אחראית לכאן ובהרבה מקרים כפויים שהוא נמסר על ידי אחרים מקרים בנסיבות סבירים, ליטיבת הבנתה, כדי שהheidוד יהיה באיכות ובויהק מושגים ומקורות החישבים בעינה לאמינים לרבות מידע, מידרוג מנקת באמצעות מילים, אם וככל שהדבר מחייב. וזה זאת, מידרוג אינה נזק מטענה בקידות ולא היא אינה יכולה לאמת או לתפרק את המודיע. האמור בפרסומה של מידרוג, למעט אלה שהוגדרו על ידי במשמעותם כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק מетодולוגיה על פייה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסתותן האמור בכל פרטום זהה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים נשאי המשרה שלו, נשאי המשרה שלה, עובדייה / או כל מי מטעמה שייהה מעורב בדיםוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם / או אישת, בגין כל נזק / או אובדן / או הפסד, סכפי או אחר, שיוי, עקייף, כיוח, תשכתי או קשות, אשר נגרם כתוצאה או קשור למידרוג או להיליך הדירוג, לרבות בשל ימי מתן דירוג, גם אם נסורה להם או למי מטעם הזועה מראש בדבר האפשרות להתרחשו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הדדניות השקעה אחרה; (ב) כל הפסד / או אובדן / או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקקה / או רישייה / או מכירה שלא מסחר פיננס, בין אם הוא היה נושא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד / או אובדן / או נזק, אשר נגרם רק לאחר פיננסיים מסויים, בין השאר, אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעללה בדין או כל פעללה אחרת שהדין אינו מחייב לפטור מכך).

מידרוג מקיימת מדיניות ונוהלים בגין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה מנסיבות במקומות בהם מידיע התבסס הדירוג / או כתוצאה מקבלת מידע חדש / או מכל סיבה אחרת. עדכונים / או שינויים בדיםוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכותבתו: <http://www.midroog.co.il>