



רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2012

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
Guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מאשרת דירוג Aaa, באופק דירוג יציב, לאגרות חוב שתנפיק רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("רפאל" או "החברה") בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב, במסגרת הרחבת סדרה ב'. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת למימון הפעילות השוטפת. מסגרת גיוס זו באה במקום מסגרת גיוס שדירוגה אושר בחודש יוני 2011 וטרם מומשה. הדירוג Aaa באופק דירוג יציב חל על כל אגרות החוב (סדרות א' ו-ב') במחזור שהנפיקה החברה עד כה.

דו"ח ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג באשר למבנה ההנפקה עד ליום 7 במרץ, 2012. בכל מקרה של שינויים בנתונים אלה, נתונה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/09/2011 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1096775	3/2006	4.5%	מדד	252	2012-2013
ב'	1096783	3/2006	4.7%	מדד	79	2014-2018

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בהיותה של רפאל בעלת מיצוב עסקי מעולה בתחום הליבה של מערכות טילים מתקדמות. מיצובה של רפאל מושתת על יכולות טכנולוגיות גבוהות מאוד וניסיון מבצעי. להערכת מידרוג, רפאל הינה נכס אסטרטגי למדינת ישראל, שכן היא מחזיקה, בתמיכת המדינה, במוקדי ידע ייחודיים, שמספקים לישראל יתרונות טכנולוגיים בתחום הביטחון. לרפאל פיזור עסקי טוב על בסיס לקוחות, פרויקטים ומדינות פעילות. צבר ההזמנות מכסה במידה טובה הכנסות של כשנתיים. חלק ניכר מהכנסות החברה נובעות ממשרד הביטחון הישראלי וממדינות מתפתחות, המאופיינות בתקציבי ביטחון צומחים. יחד עם זאת, רפאל מתמודדת עם התמתנות בקצב הצמיחה של תקציבי הביטחון בעולם, בהובלת ארה"ב ומדינות מערב אירופה, וכתוצאה מכך, עם הגברת התחרות על התקציבים הקיימים, בפרט בקרב המדינות הצומחות. להערכתנו, לחברה מספר מנועי צמיחה הממתנים סיכון זה, דוגמת מערכות הגנה ויירוט-כ"פ ברזל", "מעיל רוח" ו-"שרביט קסמים". רווחיות החברה ממוצעת לענף וחשופה להידוק התקציבים ולהחרפת התחרות העולמית. לחברה מרכיב גבוה של הוצאות מו"פ, שמהוות את הבסיס למנועי צמיחה עתידיים ולשימור הרווחיות. לחברה תזרים תפעולי חזק ויציב, ובשילוב עם רמת מינוף נמוכה, יחסי הכיסוי הינם מהירים והולמים את רמת הדירוג הנוכחית. תוספת החוב הפיננסי בעקבות הגיוס המתוכנן תגדיל את רמת המינוף, אולם אנו צופים כי החברה תשמור לאורך זמן על יחסי כיסוי מהירים של חוב ל-EBITDA סביב 1.0. לחברה תיק השקעות פיננסיות בהיקף משמעותי אשר מוביל לתגודתיות בהוצאות המימון וברוח הנקי. רמת הנזילות בחברה הינה גבוהה, ומושפעת לטובה ממרכיב גבוה של מקדמות מלקוחות. לחברה חשיפה מטבעית משמעותית, המגודרת בחלקה בהתאם למדיניות החברה, בין השאר באמצעות עסקאות גידור מורכבות - TRF.

מהלך של מיזוג אפשרי עם התעשייה הצבאית לישראל בע"מ, שנבחן על ידי החברה בעבר, מצוי עדיין באי ודאות גבוהה. הדירוג הנוכחי אינו מביא בחשבון תסריט כלשהו של מיזוג תעש עם רפאל. התממשות תהליך המיזוג תוביל לבחינה מחדש של דירוג רפאל.

לפירוט השיקולים העיקריים לדירוג, ראה דוח פעולת דירוג מחודש יוני 2011.

רפאל - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	1-9/2010	1-9/2011	
5,284	5,483	6,322	6,911	4,771	4,818	הכנסות
917	1,139	1,387	1,393	985	1,036	רווח גולמי
(328)	(364)	(461)	(539)	(342)	(341)	הוצאות מחקר ופיתוח
137	316	444	295	241	254	רווח תפעולי
28	(69)	183	202	125	(60)	הכנסות מימון נטו
46	(44)	207	94	74	(58)	כולל: רווח (הפסד) מהשקעות לז"ק
137	166	441	633	476	167	רווח נקי
17.4%	21.3%	22.1%	21.8%	20.6%	21.5%	שיעור רווח גולמי
2.6%	6.4%	7.2%	6.2%	5.1%	5.3%	שיעור רווח תפעולי
4,818	5,279	6,459	7,043	5,053	7,068	סך נכסים במאזן
599	738	1,023	1,063	346	751	מזומנים ושוי מזומנים
884	788	1,260	1,236	1,471	903	השקעות לזמן קצר
530	535	562	445	482	374	חוב פיננסי
1,329	1,424	1,807	2,197	2,052	2,382	הון עצמי
246	439	607	487	342	385	EBITDA
240	344	450	664	442	496	FFO**
455	522	884	653	14	(251)	CFO
(58)	(41)	0	(304)	(304)	0	DIV
159	144	571	31	(469)	(476)	FCF
2.2	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.2	1.6	1.1	0.8	0.7	0.6	חוב פיננסי ל-FFO

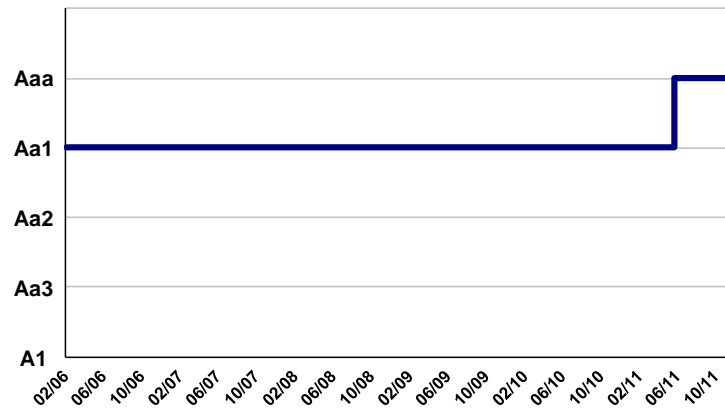
* הרווח הנקי בשנת 2010 ובתקופה 1-9/2010 כולל רווח הון בסך 181 מיליון ש"ח ממכירה של חברה כלולה.
 ** תזרים ה-FFO כולל הכנסות תזרימיות משמעותיות מתיק ני"ע ומעסקאות גידור. הכנסות אלו מאופיינות בתנודתיות.
אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לירידה בהיקף ההכנסות העתידיות.
- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי, תוך חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב ל-EBITDA של 1.0.
- מיזוג עם תעש באופן שיפגע במידה משמעותית באיתנות הפיננסית של החברה.

אודות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ התאגדה בינואר 2002 כחברה בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה מפתחת ומייצרת אמצעי לחימה במסגרת שלוש חטיבות: חטיבת הטילים (מהווה כ- 60% מהכנסות החברה), חטיבת מערכות וחימוש (כ- 26%) וחטיבת מנור (מנועים ורש"ק) (כ- 6%). החברה הינה יצרנית הטילים העיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני. החברה מעסיקה כ- 6,500 עובדים. מנכ"ל החברה הינו מר ידידיה יערי (אלוף במיל) ויו"ר החברה הינו מר אילן בירן (אלוף במיל).



דוחות קשורים

- רפאל - פעולת דירוג, יוני 2011

תאריך הדוח: 11.03.2012

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CIR070312500M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.