



# רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

דוח מעקב שנתי | יולי 2010

1

**מחברת:**

לינה קנטרוביץ, אנליסטית  
[linak@midroog.co.il](mailto:linak@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר דיון, סמונכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

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

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק יציב לאגרות חוב (סדרות א' ו-ב') שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("רפאל" או "החברה"). הדירוג נתמך בגורמים הבאים: מעמדה הבכיר של החברה בענף המערכות הביטחוניות בישראל ומעמד בינלאומי בכיר בתחומי פעילות מסוימים; היותה של החברה נכס אסטרטגי משמעותי עבור המדינה, מצב המתבטא בין השאר בתמיכת המדינה בסיוע בקבלת הזמנות מגופים בינלאומיים ובתקצוב פעילות מו"פ; עליונות טכנולוגית שבאה לידי ביטוי בפיתוח מוצרים ייחודיים ומתקדמים, יציבות ביחס צבר הזמנות למכירות, צמיחה בהכנסות לצד שיפור ברמות הרווחיות ושמירה על תזרים מזומנים חופשי גבוה לאורך זמן. בדירוג נלקחו בחשבון הסיכונים הכרוכים בענף ובמעמד החברה בו: תחרות בענף התעשייה הביטחונית העולמי, ובפרט מול התעשייה המקומית בארצות הועד, רגישות לתמורות באקלים הגיאופוליטי העולמי של מדינת ישראל, חשש מהאטה משמעותית בקצב הצמיחה של תקציבי הביטחון בעולם המערבי, לרבות במדינות אירופה. אופק הדירוג היציב נתמך בחוזק צבר ההזמנות של החברה ובנזילות הגבוהה.

### סדרות האג"ח המדרגות ע"י מידרוג:

שנות פרעון	בסיס הצמדה	ריבית נקובה	יתרה בספרים 31.12.2009 מיליוני ש"ח	ע.ג במיליוני ש"ח	סדרה
2010-2013	מדד	4.5%	555.4	432.0	א'
2014-2018	מדד	4.7%		68.0	ב'

### נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

2006	2007	2008	2009	
4,450	5,284	5,483	6,322	הכנסות
8,947	8,588	12,070	13,087	צבר הזמנות
2.01	1.63	2.20	2.07	צבר הזמנות / מכירות
3.7%	2.6%	5.8%	7.0%	רווח תפעולי / הכנסות
288	246	439	607	EBITDA
253	240	345	450	תזרים מפעולות FFO
(184)	(190)	(214)	(272)	השקעות הוניות
395	530	535	562	חוב פיננסי
1,167	1,483	1,525	2,283	יתרות נזילות
1.4	2.2	1.2	0.9	חוב פיננסי / EBITDA
1.6	2.2	1.6	1.2	חוב פיננסי / FFO
1.5	2.5	2.1	0.9	חוב פיננסי / FCF
4,288	4,818	5,279	6,459	סך נכסים במאזן
801	993	1,136	1,814	מקדמות מלקוחות (ז"ק וז"א)
1,306	1,329	1,424	1,807	הון עצמי
30.5%	27.6%	27.0%	28.0%	הון עצמי / סך מאזן *
22.7%	28.2%	27.8%	24.2%	חוב פיננסי ברוטו/קאפ ברוטו *

\* בחודש יוני 2010 החברה חילקה דיבידנד בסך 220 מיליון ש"ח. בהתחשב בכך יורד יחס הון עצמי למאזן ל-25.4% ויחס חוב פיננסי ברוטו/קאפ ברוטו עולה ל-26.7%.

\*\* החברה טרם פרסמה דוחות לרבעון הראשון 2010.

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### צבר הזמנות משמעותי ובעל פיזור גיאוגרפי

צבר ההזמנות של החברה מציג צמיחה מתמשכת בשנים האחרונות ובשנת 2009 נרשם בו גידול של כ-8.4%, בהמשך לגידול של כ-3.8% בשנה הקודמת. צבר הזמנות חזק מהווה אינדיקציה חיובית לפעילות העסקית של החברה ומאותת על יכולתה לשמר ואף להצמיח את הכנסותיה לטווח הזמן הבינוני. נכון לסוף 2009 יחס צבר ההזמנות למכירות עמד על 2.1 לעומת 2.2 בסוף שנת 2008. להערכת מידרוג זהו יחס ממוצע לתעשייה הביטחונית. הצבר הקיים בחברה מכסה כ-90% ממחזור המכירות הצפוי בשנת 2010. כ-24% מהצבר מיועד לשוק המקומי וכ-76% מהצבר הקיים מתוכננים לייצוא (24% אירופה, 33% מדינות אסיה, 5% ארה"ב ו-24% הנותרים לשאר העולם).

### מעמד אסטרטגי במערכת הביטחונית בישראל

פעילות החברה אסטרטגית למדינת ישראל שכן כוללת מספר מוקדי ידע ייחודים שמספקים לישראל יתרונות טכנולוגיים בתחום הביטחון. פעילות החברה כוללת "מעבדה לאומית", בה מבוצעת פעילות פיתוח המבוססת על יעדים אסטרטגיים ארוכי טווח של המדינה. התמיכה הממשלתית באה לידי ביטוי בסיוע בקבלת הזמנות חדשות מגופים בינלאומיים ובהזמנת פעילות מו"פ מהחברה על ידי המדינה בהיקף של מאות מיליוני ש"ח מידי שנה.

### רמת הרווחיות הינה ממוצעת, וזאת בעקבות שיפור ניכר בשנתיים האחרונות

מכירות החברה במהלך 2009 צמחו בכ-15% לעומת תקופה מקבילה. הצמיחה בהכנסות נבעה מגידול בפעילות החברה, הן בישראל והן בחו"ל, כתוצאה מהבשלת מספר מוצרים שהיו בפיתוח במהלך השנים האחרונות. בשנת 2009 היוו מכירות החברה בחו"ל כ-55% מסך המחזור והן מהוות את מקור הרווח העיקרי. יש לציין, כי הכנסות מפוזרות על-פני מספר רב של פרויקטים, כאשר אין פרויקט אחד המהווה יותר מ-5% מסך מחזור המכירות. בשנתיים האחרונות מאופיינות התוצאות העסקיות של החברה בשיפור בכל רמות הרווחיות. השיפור נבע משינוי בתמהיל המוצרים ובמהלך 2009 גם מפירות השקל מול הדולר. כמו כן, בשנת 2009 לחברה היו הכנסות מימון גבוהות נוכח מגמות חיוביות בשוקי ההון.

### תזרים חופשי חזק

השיפור החד ברווחיות בשנים 2008-2009 לצד גידול ההכנסות תורגמו לעלייה בתזרים המזומנים התפעולי ובתזרים מפעולות. בשנת 2009 חל גידול משמעותי בתזרים מפעילות שוטפת CFO ובתזרים החופשי (FCF). נוכח גידול חד במקדמות מלקוחות ואי חלוקת דיבידנד (שהוכרז ושולם לאחר המאזן), ואולם, גם בשנים 2006-2008 תחת צורכי הון חוזר גבוהים יותר וחלוקת דיבידנדים, הציגה החברה תזרים מזומנים חופשי חזק. החלוקה בסך 220 מיליון ₪ התבצעה במהלך חודש יוני 2010. בכונת החברה להמשיך במדיניות הדיבידנד הנהוגה כיום, של חלוקת 50% מהרווח הנקי השנתי.

### איטנות פיננסית חזקה ויחסי כיסוי מהירים

היקף החוב הפיננסי ברוטו ליום 31/12/2009 הסתכם בכ-562 מיליון ש"ח, מרביתו באג"ח. ליום 31/12/2009 לחברה יתרות נזילות בסך כ-2.2 מיליארד ₪. הגידול המשמעותי ביתרות הנזילות במהלך 2009 נבע בחלקו הגדול מעלייה בקבלת מקדמות מלקוחות, שהסתכמו נכון ל-31/12/2009 לכ-1.8 מיליארד ₪ - גידול של כ-678 מיליון ₪ בהשוואה לתקופה המקבילה. המקדמות מהלקוחות ממנות חלק גבוה מנכסי החברה (כ-30% ליום 31/12/2009). החברה נוהגת להשקיע חלק גדול מהיתרות הנזילות בשוק ההון לפי מדיניות ההשקעה אשר נקבעת על-ידי ועדת ההשקעות. נכון ל-31/12/09 התפלגות ההשקעות לפי אפיקי השקעות הינה כדלקמן: כ-47% באג"ח צמוד מדד ממשלתי או קונצרני, כ-26% באג"ח שקלי ממשלתי או קונצרני, כ-13% במניות סחירות והשאר באג"ח קונצרני צמוד לדולר או אג"ח



## מידרוג

קונצרני לא סחיר. לפי מדיניות החברה, ההשקעות הינן באג"ח קונצרני בדרגת השקעה A2 ומעלה. להערכת מידרוג מדובר בתיק השקעות בעל סיכון מאוזן. יחס ההון למאזן ליום 31/12/2009 עמד על כ-28%. בהתחשב בחלוקת דיבידנד בחודש יוני 2010 בסך של 220 מיליון ש"ח היחס עומד על כ-25%. יחסי הכיסוי נותרו מהירים, נוכח השיפור בתזרימים השוטפים.

### אופק הדירוג

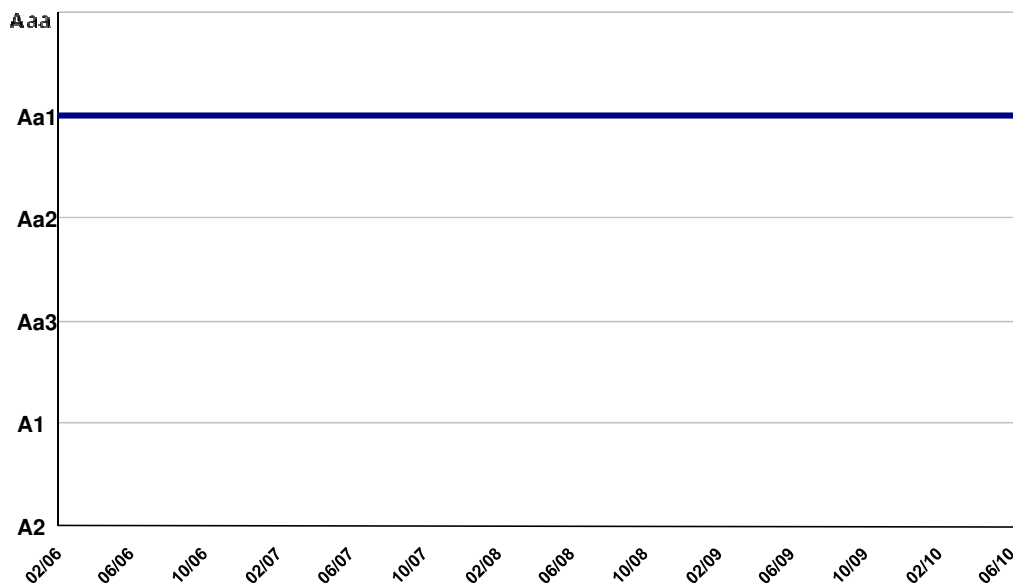
#### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- ירידה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לירידה בהיקף ההכנסות העתידיות
- החלשות הקשר האסטרטגי בין מדינת ישראל לבין רפאל אשר יכול לבוא לידי ביטוי גם בקיצוץ ההזמנות ממשרד הביטחון
- הרעה משמעותית ברווחיות, ביכולת ייצור תזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי

## אודות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ התאגדה כחברה בינואר 2002. רפאל החלה את פעילותה עוד בשנת 1948 במסגרת חיל המדע בצה"ל. בשנת 1958 הפעילות עברה ליחידת סמך של משרד הביטחון ובשנת 2002 הפעילות אוגדה כחברה ממשלתית, שמלוא הונה המונפק והנפרע מוחזק בידי מדינת ישראל. בעת המעבר מיחידת סמך לחברה, לקחה על עצמה המדינה מחויבויות מסוימות שעיקרן זכויות סוציאליות של עובדים בתקופת עבודתם כעובדי מדינה ומחויבויות בגין פגיעה באיכות הסביבה עד למועד שינוי התאגדות רפאל כחברה. החברה הינה יצרנית הטילים העיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגים בעיקר בתחום הביטחוני.

## היסטוריית דירוג



**מונחים פיננסיים עיקריים**

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

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

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: CIR050710000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](http://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 מודיס (Moody's להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמטודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.