



רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | יולי 2013

1

מחבר:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

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



רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג סדרה
------------------	-----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aaa באופק יציב לאגרות חוב (סדרה ב') שהנפיקה רפאל מערכות מתקדמות בע"מ ("רפאל" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

יתרת שנות פירעון קרן האג"ח	יתרה בספרים 31/03/2013 במיליוני ₪	בסיס הצמדה	ריבית נקובה	מועד ההנפקה המקורי	סדרת אג"ח*
2014-2018	574	מדד	4.7%	3/2006	ב'

*הסדרה הורחבה בהיקף של כ- 500 מיליון ₪ בחודש מרץ 2012.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם. מיצובה הגבוה ויתרונה היחסי של החברה נובעים מיכולתה לפתח פיתרונות טכנולוגיים ומבצעיים רלוונטיים וגמישים למצבי עולם משתנים ובפרט- ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטיילים. לחברה חשיבות אסטרטגית עבור מדינת ישראל בהיותה נדבך חשוב במדיניות הביטחון של המדינה, שהינה גם בעלים וזאת- בזכות יכולות ויתרונות טכנולוגיים מובהקים ותיק נכסים, המותאם לאיומי הביטחון של ישראל. להערכת מידרוג, החברה נהנית מהסתברות תמיכה גבוהה מהמדינה, במידת הצורך, המהווה גורם חיובי לדירוג. למרות הטייתה הברורה לשוק המקומי (כ 51% מהמכירות הינן למשהב"ט), לרפאל פיזור עסקי טוב במגוון פרויקטים וטרטוריות, הכוללות שווקים מתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. מלבד תחום הטילאות הדומיננטי, החברה מקצה משאבים למנועי צמיחה עתידיים, המותאמים לשדה הקרב העכשווי בתחומי התקשוב, המודיעין, מערכות עיבוד המידע, מערכות ההגנה והפתרונות ללוחמה אורבנית.

נכון לסוף שנת 2012 לחברה צבר הזמנות טוב בהיקף של 15.7 מיליארד ש"ח. יחס הצבר להכנסות השנתיות עומד על 2.3, נתון הנותן נראות טובה לגבי ההכנסות והתזרימים בטווח הזמן הקצר והבינוני. החברה חשופה במידה רבה להתפתחויות בענף התעשיות הביטחוניות בעולם. עפ"י תחזיות מודי'ס¹, המשבר הכלכלי המתמשך בארה"ב ובמערב אירופה צפוי להשפיע בשנים הקרובות בצורת קיצוץ בתקציבי הביטחון בעולם בשיעור 5%-10%. להערכת מידרוג, משמעות המגמה הינה גידול בעוצמת התחרות הגלובאלית, פגיעה בגמישות התפעולית ושחיקה הדרגתית בשיעורי הרווחיות. תמהיל הפעילות והיצע המוצרים והפתרונות של החברה, מותאמים לשדה הקרב הנוכחי ותומכים בהמשך יכולת ייצור הכנסות גבוהה יחסית, בטווח הזמן הקצר והבינוני. לאור זאת, החברה חותרת להרחיב את פעילותה בשווקים מתפתחים בהם קיימת צמיחה בתקציבי הביטחון. במקביל, החברה פועלת לייעול הקצאת משאבים וכוח אדם באמצעות מעבר לניהול מטריציוני ברמת הארגון כולו, תוך הסרת כפילויות. להערכתנו, בשל הצורך בשימור יתרון טכנולוגי יחסי, יכולות מו"פ יוצאות דופן וכ"א איכותי, על רקע הסיבבה הביטחונית המתגרת בישראל, פוטנציאל התייעלות החברה מוגבל. לפיכך, בתרחיש הבסיס אנו צופים צמיחה מתונה בלבד ושחיקה במרווח התפעולי בטווח הזמן הבינוני.

¹ 2013 Aerospace & Defense Outlook, Dec 2012



בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח שבין 1.0:1.3 ו 1.2-1.6, בטווח זמן הבינוני, בהתאמה. לאור תזרימים חזקים יחסית לאורך זמן בד בבד עם מינוף נמוך, לחברה יחסי כיסוי מהירים ההולמים את רמת הדירוג. לחברה מדיניות דיבידנדים של 50% מהרווח הנקי השנתי בניכוי של 70 מיליון ש"ח, אולם היא התחייבה לשלם דיבידנד מיוחד למדינה בסך של 300 מיליון ש"ח, בפריסה לשנים 2013-2014, חלף הדיבידנד השוטף. מידרוג מצפה כי לא יחול שינוי לרעה במדיניות הדיבידנדים (חלוקה אגרסיבית יותר), אשר יפגע באופן פרמננטי בתזרים החופשי.

לחברה נזילות חזקה הנובעת ברובה מתקבולי מקדמות מלקוחות. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה הנובעת ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקפים משמעותיים, נכסים פנויים משעבוד ונגישות טובה למקורות מימון. אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי לא יחול שינוי לרעה בנתונה הפיננסיים של החברה מעבר לטווח התחזית.

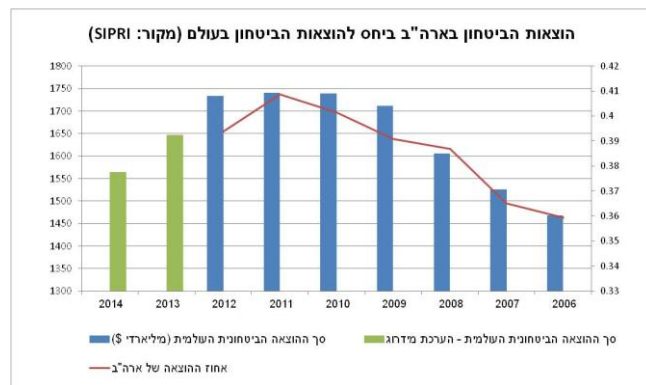
רפאל - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1 2012	Q1 2013	
5,483	6,322	6,911	7,080	6,844	1,569	1,613	הכנסות
1,139	1,387	1,393	1,532	1,560	354	308	רווח גולמי
364	461	539	499	529	124	127	הוצאות מחקר ופיתוח
316	444	295	438	390	79	47	רווח תפעולי
-69	183	202	16	186	74	51	הכנסות מימון נטו
(50)	212	96	(57)	80	22	38	שערוכים תיק השקעות (MTM)
0	15	(7)	(45)	13	29	12	שערוכים נגזרים פיננסיים
166	441	633	397	569	123	80	רווח נקי*
20.8%	21.9%	20.2%	21.6%	22.8%	22.6%	19.1%	שיעור רווח גולמי
5.8%	7.0%	4.3%	6.2%	5.7%	5.0%	2.9%	שיעור רווח תפעולי
3.0%	7.0%	9.2%	5.6%	8.3%	7.8%	5.0%	שיעור רווח נקי
5,279	6,459	7,042	7,593	8,879	8,276	8,472	סך נכסים במאזן
1.1	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9	0.8	הכנסות/ נכסים ממוצעים (t,t-1)
3.3%	7.5%	9.4%	5.4%	6.9%	5.5%	6.3%	תשואה על נכסים (ROA)
738	1,023	1,052	1,364	1,795	1,671	1,014	מזומנים ושווי מזומנים
788	1,260	1,246	707	1,300	1,043	1,430	השקעות לזמן קצר
1,136	1,814	1,968	1,666	2,321	2,183	2,359	מקדמות מלקוחות לז"ק ולז"א
535	562	445	331	726	744	594	חוב פיננסי
1,424	1,807	2,197	2,617	2,720	2,418	2,789	הון עצמי
27.0%	28.0%	31.2%	34.5%	30.6%	29.2%	32.9%	הון עצמי/מאזן
439	607	487	615	579	126	101	EBITDA
344	435	663	691	598	88	83	**FFO
522	884	652	487	1,132	288	(360)	CFO
41	0	304	0	316	0	147	DIV
1.2	0.9	0.9	0.5	1.3	1.2	1.1	חוב פיננסי ל-EBITDA
1.6	1.3	0.7	0.5	1.2	1.2	1.0	חוב פיננסי ל-FFO

* הרווח הנקי בשנת 2010 כולל רווח הון בסך 181 מיליון ש"ח ממכירה של חברה כלולה.
 ** תזרים ה-FFO מאופיין בתנודתיות לאור תנועות תזרימיות משמעותיות מתיק ני"ע ומעסקאות גידור.

סיכון ענפי בינוני-נמוך, למרות שחיקה צפויה בתקציב הביטחון העולמי בטווח הזמן הקצר והבינוני

להערכת מידרוג, ענף התעשיות הביטחוניות, מאופיין ברמת סיכון בינונית-נמוכה, יחסית למוצע הכלל משקי. הענף מובל ע"י תאגידי ענק אמריקנים ואירופים ומאופיין בשיווק לשווקים המקומיים, בהם החברות מייצרות בד"כ. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקאיים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, המהווים כ-



40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן. לעומת זאת, התאגידים האירופיים מוטים יותר ליצוא ופעילותם יותר גלובאלית. המאפיין העיקרי של הענף הינו תלותו בתקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כאשר קיים מתאם גבוה בין השינוי בתקציבי הביטחון לפוטנציאל הצמיחה של החברות

בענף. עפ"י תחזיות מודי"ס, בעקבות המשבר הכלכלי המתמשך בארה"ב ומערב אירופה, מגמת הקיצוצים בתקציב הביטחון במדינות אלו תמשיך. הדבר צפוי לתת את אותותיו בצורה מדורגת ולהחריף בשנים הקרובות, תוך קיטון בתקציבי הביטחון בעולם בשיעור של 5%-10% בטווח הזמן הבינוני. בנוסף, נציין כי בשנים האחרונות חל שינוי מתמשך בתפיסת הביטחון ושימת דגש רב יותר על שדה הלחימה הא-סימטרי ולוחמה זעירה ועתירת טכנולוגיה בארגוני טרור, במספר זירות במקביל, תוך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה, כלים בלתי מאוישים, מערכות הגנה מפני טילים, מערכות הגנה על החייל הבודד והרק"מ ומערכות אלקטרוניות מתקדמות, וזאת-על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות. להערכתנו, מגמות אלו עלולות להוות אתגר מתמשך על פוטנציאל הצמיחה ושיעורי הרווחיות של החברות בענף, תוך החרפת התחרות בשוק הגלובאלי, בשימת דגש על יעילות תפעולית וזמני הבשלת המוצרים ואספקת הטכנולוגיות לשוק. בנוסף, צפויים המשך תהליכי קונסולידציה והגברת רכישות של חברות טכנולוגיה קטנות על ידי חברות גדולות - מגמה אשר החלה בשנתיים האחרונות, בעקבות הצורך בעיבוי היכולות הטכנולוגיות והאצת זמן ההגעה לשוק. מאפיינים נוספים בענף כוללים: תלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. מצב זה יוצר חשיפה למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומפחית את גמישות המחיר של החברות; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי ברווחיות; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעיתות של קיטון בפעילות ואשר מצמצמים את הגמישות הפיננסית; מיזוגים ורכישות - הענף עתיר פעילות מיזוגים ורכישות כאמצעי צמיחה ורכישת טכנולוגיות. מנגד, מאופיין הענף בצבר הזמנות חזק, התומך ביכולת יצור הכנסות ברת קיימא ומקנה ראות טובה להכנסות בטווח הזמן הבינוני; פעילות מפוזרת ומגוונת על פני מאות פרויקטים שונים, מוצרים ושווקים גיאוגרפיים; סיכונים אשראי נמוכים לרבות מקדמות מלקוחות, שתורמות לנזילות; יכולות טכנולוגיות המהוות נכס משמעותי; גידול במספר האימונים על ביטחון, דוגמת אי יציבות והפיכות של משטרים במזרח התיכון, תומכים בהמשך הדרישה להוצאות ביטחוניות מהותיות של ממשלות בעולם; חסמי כניסה גבוהים ובהם הוצאות גבוהות על מו"פ, יכולות טכנולוגיות מוכחות, הון אנושי, ניסיון עסקי וניהול מספר רב של פרויקטים

וחברות במקביל וכן רגולציה גבוהה, תורמים לחסמי הכניסה הגבוהים ויוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מהידע והיכולות הטכנולוגיות הגלומות בפעילות.

מיצוב עסקי וטכנולוגי גבוהים

החברה מאופיינת בפרופיל עסקי חזק, הנתמך ביכולות טכנולוגיות וניהוליות בולטות לטובה וכן פיזור וגיוון מוצרים. החברה מאופיינת בהוצאות מו"פ גבוהות יחסית, התומכות בהמשך שמירה על יתרונה הטכנולוגי ויכולתה לספק פתרונות הולמים לאתגרים בשדה הקרב העתידי ובפרט בולטת החברה לטובה בתחום הטילאות. תמהיל הפעילות והיצע המוצרים והפתרונות של החברה, מותאמים לשדה הקרב הנוכחי ותומכים בהמשך יכולת ייצור הכנסות גבוהה יחסית, בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות שחיקה צפויה בתקציבי הביטחון בעולם המערבי ובכלל זה בישראל, המהווה חלק מהותי מהכנסות החברה.

פיזור ההכנסות של החברה מוגבל ונמוך משל קבוצת ההשוואה, כאשר משהב"ט מהווה כ- 50% מסך ההכנסות לאורך השנים האחרונות וחושף את החברה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי ובפרט- למגבלת התקציב של משרד הביטחון. נציין עוד, כי חשיפה מהותית זו למשרד הביטחון מהווה גם משקולת על רווחיות החברה. מנגד, לחברה פוטנציאל צמיחה, נוכח חשיפתה למדינות מתפתחות (אזורי אסיה-אוקיאניה, מזרח אירופה ואמריקה הלטינית מהווים כ- 27% מסך ההכנסות לשנת 2012), בהן תקציבי הביטחון צפויים לצמוח, כאשר לחברה גמישות טכנולוגית בולטת לטובה ויכולת התאמת פתרונות מהירה לצרכי הלקוח, המהווים יתרון יחסי על פני המתחרים. נציין כי החברה מתכוונת להמשיך ולפזר את תמהיל ההכנסות לטובת יצוא, בדומה למתחרותיה המקומיות.

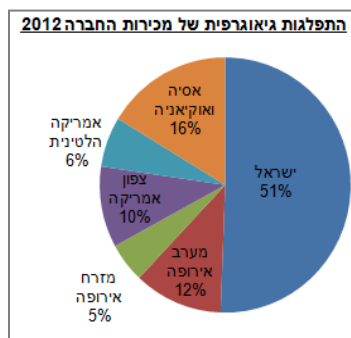
נציין עוד כי החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, אשר מהווים מנוף טכנולוגי ושיוקי עבור מוצרי החברה בעולם וכן כר ניסויים מבצעי עבור טכנולוגיות חדשות. להערכתנו, בשל התחרות וצמצום התקציבים הביטחוניים המצרפיים, עלולה גמישות החברה להיפגם אולם פחות ממתחרותיה המקומיות, הן בהיבט תמחור פרויקטים עתידיים, גמישות המחיר והרווחיות הנגזרת והן בהיבט השקת המוצר וסטייה מלוחות זמנים מקוריים וזאת- לאור פוטנציאל ההתייעלות התפעולית המוגבל, נוכח עלויות המו"פ בחברה אשר הינן קשיחות יחסית.

חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל גוזרת שיעור תמיכה גבוה במידת הצורך ומהווה גורם חיובי

לדירוג, קיימת תלות גבוהה בתקציב הביטחון הישראלי

התעשייה הביטחונית בישראל מהווה נדבך חשוב בדוקטרינת הביטחון הלאומי של ישראל ובפרט רפאל אשר מאופיינת בפרופיל טכנולוגי מוביל, כנזכר לעיל ובעלת יכולות, נכסים ופתרונות אסטרטגיים לאיומים בפניהם ניצבת המדינה וצפויה להם בעתיד. נוסף על כך, נציין כי רפאל הינה חברה ממשלתית בבעלות מלאה של המדינה ונוכח מעמדה ויכולותיה האסטרטגיות לביטחון הלאומי, יש בכך כדי לחזק את הערכתנו להסתברות גבוהה לתמיכה חיצונית מהמדינה במידת הצורך התומכת בדירוג.

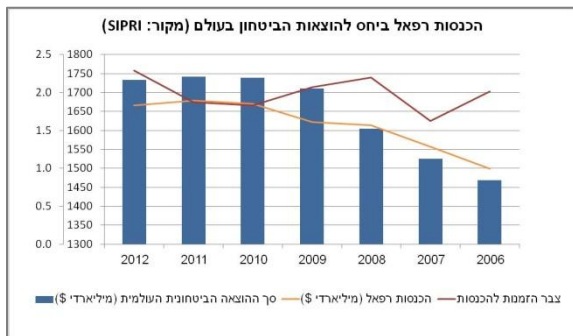
לחברה תמהיל הכנסות אשר מבוסס על השוק הישראלי (כ- 51% מהמכירות בשנת 2012 היו למשהב"ט) אך מפוזר על פני מספר רב של פרויקטים. שוק היצוא מפוזר ונכון ליום ה- 31.12.2012, מבוסס על ארה"ב ומדינות מערב אירופה (כ - 22%) ושווקים מתפתחים - אסיה-אוקיאניה, אמריקה הלטינית ומזרח אירופה (כ - 27%). מיקוד שוק היצוא של החברה לשווקים מתפתחים



ובעלי תקציבי ביטחון צומחים, כנזכר לעיל, פורטפוליו המוצרים המגוון והמותאם לאתגרי הביטחון ויתרונה וגמישותה הטכנולוגית, תומכים ביכולת השבת ההכנסות העתידית של החברה, נוכח הסביבה העסקית המשתנה והשינוי בתפישת שדה הקרב העכשווי והעתיד. למרות הסיכון והתלות בלקוח דומיננטי ומשקלו הגבוה של משרד הביטחון בסך ההכנסות, חשיפה זו, בנוסף לאימוני הביטחון הייחודיים של ישראל תומכים אף הם ביכולת ייצור ההכנסות בתקופה בה יש אתגרים בסביבה העסקית.

צפי לשמירה על צמיחה מתונה תוך שחיקה מסוימת בשיעור הרווחיות

לחברה יכולת השבת רווחים טובה יחסית, הנתמכת בצבר משמעותי, מפוזר וחתום, התומך בנראות התזרימים וביכולת הייצור העתידית שלהם. נכון ליום 31.03.2013, לחברה צבר הזמנות בהיקף של 14.6 מיליארד \$, גידול של כ-16% בהשוואה לצבר ההזמנות בתקופה המקבילה אשתקד, מתוכו כ-65% מיועד ליצוא. היחס בין הצבר להכנסות ב-12



חודשים האחרונים עומד על כ-2.3. נתונים אלו בולטים לטובה על רקע קיצוצים בתקציבי הביטחון בישראל וברחבי העולם. צבר הזמנות זה מפוזר על פני מספר רב של פרויקטים ואזורים גיאוגרפיים ועל כן, להערכת מידרוג, תומך בנראות טובה יחסית של יכולת ייצור ההכנסות, בפוטנציאל צמיחה מתון בטווח הזמן הקצר והבינוני והגנה מפני הרעה צפויה בסביבה העסקית בטווח הזמן הקצר והבינוני.

התגברות התחרות בענף, נוכח מגבלות תקציב, הן בישראל והן בעולם המערבי, המסיטה חברות בענף לשווקים המתפתחים צפוי לשחוק את שיעור הרווחיות בתמחור פרויקטים עתידיים. בנוסף, הדרישה לקיצור זמן הפיתוח והצגת הפתרונות לשוק עשויה להוות אתגר נוסף לרמת הרווחיות, לאור מבנה עלויות קשיח, הנגזר מהצורך לשמר את יתרונותיה הטכנולוגיים של החברה. כנזכר לעיל, מהותיות משרד הביטחון בהכנסות החברה פוגמת בכריות הרווחיות אשר אינן בולטות לטובה, יחסית לדירוג ונמוכות יחסית לקבוצת ההשוואה. להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות של החברה מוגבלת, נוכח הצורך לשמר כח אדם איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיתרונה היחסי, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינאמיים לצרכים משתנים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים שחיקה של בין 5%-10% בהוצאת הביטחון המצרפית העולמית. שחיקה זו עתידה להשפיע בעיקר בעולם המפותח. בנוסף, אנו מניחים עלייה בעוצמת התחרות, בדגש על לחצים גוברים לעמידה בל"ז, בתקציב ובקיצור זמני ההשקה. להערכת מידרוג, החברה תמשיך לשמר מכפיל צבר להכנסות של 2.0-2.3 בטווח הזמן הקצר והבינוני ולהציג צמיחה מתונה בהכנסות בשנת 2013 ושחיקה קלה בהכנסות בשנת 2014. אנו צופים שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות, אשר אינם בולטים לטובה, יחסית לרמת הדירוג, כנזכר לעיל. שחיקה זו תמותן ע"י המשך התרחבות הפעילות בשווקים המתפתחים, להם צרכים ביטחוניים גוברים, בדגש על פתרונות טכנולוגיים מתקדמים וכמו כן, ע"י התייעלות פנימית מסוימת ושינוי במבנה הארגוני, הסרת כפילויות ואופטימיזציה של הידע הארגוני- עם מעבר למבנה מטריציוני שכבר החל.

לחברה הכנסות מימון משמעותיות, נוכח נכסים נזילים משמעותיים, רובן מרווחי הון ופעילות גידור מט"ח שהניבה הכנסות משמעותיות בשנים האחרונות. במסגרת מדיניות הגידור של החברה היא נוהגת לגדר הכנסות דולריות צפויות בסך של 1.5 מיליארד דולר (נכס הבסיס) באמצעות עסקאות הגנה מורכבות וממונפות (TRF). החברה נוהגת לשמר נכס בסיס, בהיקף הדומה ליתרה הממונפת של הגידור, כך שלא צפוי הפסד כלכלי מפעילות הגידור. מידרוג מצפה כי



החברה תמשיך להחזיק נכס בסיס דולרי, בהיקף הדומה ליתרה הממונפת של פעילות הגידור, כך שהנגזרת הראשונה של שווי הנגזר ביחס לנכס הבסיס תהיה ללא שינוי (Delta Neutral).

צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים יחסית, למרות שחיקה מסוימת בנראות התזרים, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להישמר מהירים בטווח הדירוג

החברה רשמה בשנת 2012 תזרים מפעילות (FFO) בהיקף של כ- 600 מיליון ₪ (בדומה לשנים קודמות) וצפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים יחסית בשנים הקרובות, אם כי נראות התזרימים נחלשה, נוכח צמצום הוצאות הביטחון והתגברות התחרות בענף.

נכון ליום ה- 31.03.2013, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 600 מיליון ₪. רובו של החוב הפיננסי הינו אג"ח לזמן ארוך, נתון אשר הולם את משך הפרויקטים הממומנים בעזרתו. אנו מניחים בתרחיש הבסיס שלנו כי החברה תפרע את חובה לפי לוח הסילוקין, ללא הזדקקות לגיוס חוב חדש גם נוכח יתרות מזומן משמעותיות. זאת-בהנחה שהחברה לא תבצע רכישות מהותיות של חברות בשנים 2013-2014. יחסי הכיסוי של החברה מהירים והולמים את רמת הדירוג ואינם צפויים להשתנות מהותית בשנים 2013-2014. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח של בין 1.0:1.3 ו 1.2-1.6 בטווח זמן זה, בהתאמה ואלה עומדים בטווח הדירוג.

רמת המינוף של החברה נמוכה יחסית וכרית ההון שלה סבירה ותומכת ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים וחד פעמיים, כפי שנגזר מיחס ההון למאזן, אשר עמד על כ- 33% ליום ה- 31.03.2013. מדיניות הדיבידנד המוצהרת של החברה כפי שמשקפת מהסכם מול מדינת ישראל הינה חלוקה של 50% מסך הרווח הנקי בניכוי 70 מיליון ₪ מדי שנה. יש לציין כי המדינה והחברה הגיעו להסכם על חלוקת דיבידנד מיוחד בסך כולל של 300 מיליון ₪ בשנים 2013-2014, חלף הדיבידנד השוטף אשר יקוזז מדיבידנדים עתידיים. מידרוג מצפה שהחברה לא תחרוג ממדיניות זו ותמשיך להציג בטווח הזמן הבינוני תזרימים חופשי חיובי.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה יתרות נזילות משמעותיות, הנובעות בעיקר מקבלת מקדמות מלקוחות. ליום ה- 31.03.2013, עמדו הנכסים הנזילים על כ- 2.4 מיליארד ₪. בנוסף, לחברה לוח סילוקין נוח בשנים הקרובות, המותאם ליכולת ייצור התזרימים שלה (בניכוי הדיבידנד המיוחד הצפוי).

הנכסים הנזילים של החברה מושקעים בפיזור רחב, לפי מדיניות ההשקעות של החברה ומבוקרים ומנוהלים בתדירות טובה. יתרות נזילות מושקעות באפיקים בעלי סחירות גבוהה וברמת סיכון בינונית, להערכתנו. לחברה גמישות פיננסית גבוהה ומסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקפים משמעותיים ונכסיה פנויים משעבוד (קיים Negative Pledge). בנוסף, קיימת לחברה נגישות טובה לגורמים מממנים. נציין כי החברה נדרשת לעמוד באמת מידה פיננסית לגורמים המממנים- שיעור הון/מאזן של 20% והיא עומדת בו במרווח מספק, להערכתנו.

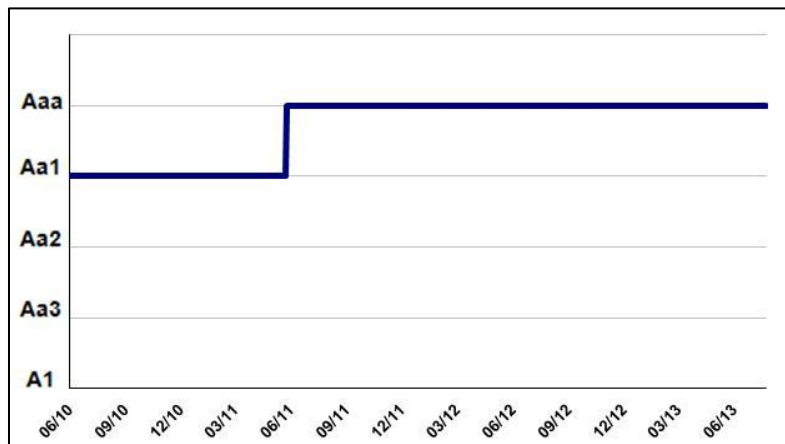
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לפגיעה ביכולת ייצור ההכנסות.
- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות.
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחסי כיסוי חוב ל- EBITDA לרמה שאינה הולמת את הדירוג.

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- 6,900 עובדים (כולל חברות בנות). מנכ"ל החברה הינו מר ידידיה יערי (אלוף במיל), לשעבר מפקד חיל הים ויו"ר החברה הינו מר יצחק גת (תא"ל במיל).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [רפאל מערכות - פעולת דירוג \(מרץ 2012\)](#)
- [התפתחויות בתעשייה הביטחונית \(יולי 2011\)](#)

תאריך הדו"ח: 03.07.13

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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	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.
דרגת השקעה ספקולטיבית	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 מאד.
	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.

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") 2013.

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 במישרין רק לסיכוני 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.