



רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | פברואר 2015

1

מחבר:

אלעד ביטון, אנליסט
eladb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש 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:

יטרת שנות פירעון קרן האג"ח	יטרה בספרים 30/09/2014 במיליוני ₪	בסיס הצמדה	ריבית נקובה	מועד ההנפקה המקורי	סדרת אג"ח*
2015-2018	458	מדד	4.7%	3/2006	ב'

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 פתרונות 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 (, לרפאל פיזור עסקי טוב במגוון פרויקטים וטריטוריות, הכלולות שווקים מתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. מלבד תחום הטיילות הדומיננטי, החברה מקצה משאבים למנועי צמיחה עתידיים, המותאמים לשדה הקרב העכשווי בתחומי התקשוב, המודיעין, מערכות עיבוד המידע, מערכות הגנה ופתרונות ללוחמה אורבנית.

ליום 30/09/14 לחברה צבר הזמנות משמעותי בהיקף של 17 מיליארד ₪ וכ- 19 מיליארד ₪, לסוף שנת 2014. מכפיל הצבר להכנסות השנתיות עומד על 2.6, תומך בנראות הכנסות טובה בטווח הזמן הקצר והבינוני ובפרופיל הפיננסי של החברה, נוכח הסביבה העסקית המתאגרת. החברה חשופה במידה רבה להתפתחויות בענף התעשיות הביטחוניות בעולם. עפ"י תחזיות מודיסי¹ צפוי המשך קיצוץ בתקציב הביטחון העולמי המצרפי בשנתיים הקרובות. הדבר צפוי לתת את אותותיו בצורה מדורגת, תוך קיטון בתקציבי הביטחון בעולם בשיעור של 4%-6%. כתוצאה מכך, להערכתנו, חברות ביטחוניות מערביות ימשיכו להפנות מאמצים לצמיחה בשווקים מתפתחים, דבר אשר יגרום להגברת התחרות בענף ולשחיקה הדרגתית בשיעורי הרווח בפער עיתוי מסוים לאחר הקיצוץ. תמהיל הפעילות והיצע המוצרים והפתרונות של החברה, מותאמים לשדה הקרב הנוכחי, מוכחים מבצעית ותומכים בהמשך יכולת ייצור הכנסות גבוהה יחסית, בטווח הזמן הקצר והבינוני. אסטרטגיית החברה דוגלת בהרחבת הנוכחות בשווקים מתפתחים (חלקם וותיקים וחלקם חדשים) בהם קיימת צמיחה בתקציבי הביטחון ודרישה לנשק מערבי מתקדם. להערכתנו, השחיקה בתקציבי הביטחון והשלכותיה על הסביבה העסקית אינן צפויות להשפיע על הכנסות החברה גם בשל צבר משמעותי, אולם צפויות להשפיע בפיגור על כריות הרווחיות של החברה, אשר צפויות לשחיקה מסוימת, להערכתנו, בטווח הזמן הבינוני, גם נוכח הצורך להמשך

¹ [Shrinking Defense Spending to Weigh on Profits; Commercial Growth To Remain Strong 2015 Outlook – Global Aerospace & Defense](#)



השקעה במו"פ ושיווק עם התגברות התחרות. להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות של החברה מוגבלת נוכח הצורך לשמר יתרונות טכנולוגיים וכ"א איכותי.

בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח שבין 0.6-1.0 ו-0.7-1.2 (בהתאמה) בטווח הזמן הקצר-בינוני. לחברה יחסי כיסוי מהירים ההולמים את רמת הדירוג, זאת לאור תזרימים חזקים יחסית לאורך זמן ורמת מינוף נמוכה. לחברה מדיניות דיבידנדים של מינימום 50% מהרווח הנקי השנתי בניכוי של 70 מיליון ₪, בנוסף החברה מחויבת לתשלום דיבידנד מיוחד בסך 250 מיליון ₪ (עפ"י מתווה של רשות החברות הממשלתית) אשר צפוי להיות משולם ברבעון ראשון 2015 ומנגד החברה צפויה ב 2015 לקזז 50 מיליון ₪ נוספים מתשלום הדיבידנד השוטף. מידרוג מצפה כי לא יחול שינוי נוסף לרעה במדיניות הדיבידנדים (חלוקה אגרסיבית יותר), אשר יפגע באופן פרמננטי בתזרים החופשי ובכרית ההון.

לחברה נזילות בולטת לטובה הנובעת ברובה מתקבולי מקדמות מלקוחות. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה הנובעת מנכסים 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:

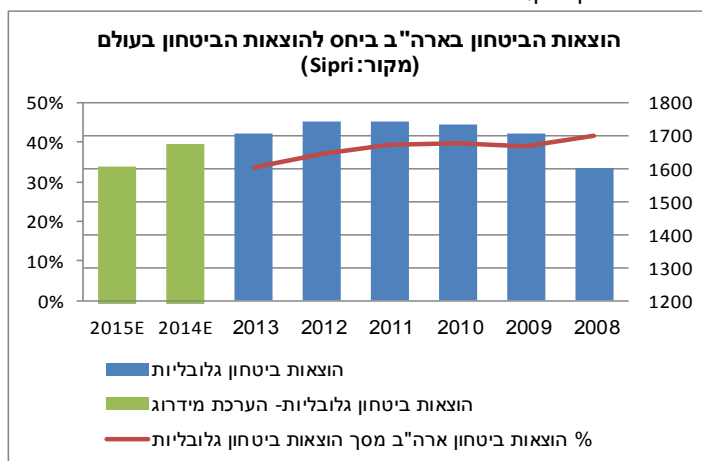
FY 2011	FY 2012	FY 2013	1-9/2013	1-9/2014	
7,080	6,844	7,390	4,831	4,773	הכנסות
438	390	320	149	219	רווח תפעולי
16	186	117	76	(15)	הכנסות מימון נטו
(57)	80	93	56	34	מזה שערוכים תיק השקעות (MTM)
(45)	13	16	17	(87)	שערוכים נגזרים פיננסיים
397	569	366	190	245	רווח נקי
21.6%	22.8%	20.0%	19.9%	21.4%	שיעור רווח גולמי
6.2%	5.7%	4.3%	3.1%	4.6%	שיעור רווח תפעולי
7.1%	7.7%	7.6%	8.1%	7.8%	שיעור הוצאות מו"פ
1.0	0.8	0.8	0.8	0.9	הכנסות/ נכסים ממוצעים (t,t-1)
5.4%	6.9%	4.2%	3.3%	4.5%	תשואה על נכסים (ROA)
2,071	3,094	2,500	1,721	1,547	נכסים נזילים
1,666	2,321	1,974	2,228	2,181	מקדמות מלקוחות לז"ק ולז"א
338	731	596	624	487	חוב פיננסי
7,593	8,879	8,527	8,122	8,769	סך נכסים במאזן
34.5%	30.6%	29.6%	29.0%	30.6%	הון עצמי/מאזן
615	579	526	300	378	EBITDA

691	598	475	285	373	FFO ²
487	1,132	337	(631)	(488)	CFO
0.5	1.3	1.1	1.2	0.8	חוב פיננסי ל-EBITDA
0.5	1.2	1.3	1.3	0.9	חוב פיננסי ל-FFO

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סיכון ענפי בינוני-נמוך, עם צפי לשחיקה מסוימת בתקציב הביטחון העולמי בטווח הזמן הקצר והבינוני

להערכת מידרוג, ענף התעשיות הביטחוניות, אשר הינו ענף גלובאלי, מאופיין ברמת סיכון בינונית-נמוכה יחסית לממוצע הכלל משקי. הענף מובל ע"י תאגידי ענק אמריקנים ואירופים ומאופיין בשיווק לשווקים המקומיים בהם הם מייצרים. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקאים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, המהווה כ- 40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, בעוד התאגידים האירופיים מוטים יותר לייצוא 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, נוכח הסביבה הכלכלית המתגרת בעולם המערבי, יחול צמצום נוסף של תקציבי הביטחון בעולם (יציבות

בתקציב של ארה"ב לאחר צמצום של שנתיים והמשך צמצום בתקציבי הביטחון במרכז ומערב אירופה), אשר צפוי לתת

את אותותיו בצורה מדורגת, תוך קיטון מצטבר בתקציבי הביטחון בעולם, בשיעור של 4%-6% בשנתיים הקרובות. בענף התעשיות הביטחוניות בעולם חל שינוי מתמשך בתפיסת הביטחון ושימת דגש רב יותר על לוחמה א סימטרית-עתירת טכנולוגיה בארגוני טרור במספר זירות במקביל, תוך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה, כלים בלתי מאוישים, מערכות הגנה על החייל הבודד ומערכות אלקטרוניות מתקדמות, וזאת-על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות.

להערכתנו, מגמת השחיקה בתקציב הביטחון העולמי ושינוי בתפיסת הביטחון יהוו אתגר מתמשך על פוטנציאל הצמיחה ושיעורי הרווחיות של החברות בענף, תוך החרפת התחרות בשוק הגלובאלי, בשימת דגש על יעילות תפעולית, זמני הבשלת המוצרים ואספקת הטכנולוגיות לשוק. בנוסף, צפויים המשך תהליכי קונסולידציה והגברת רכישות של חברות טכנולוגיה קטנות על ידי חברות גדולות - מגמה אשר החלה בשנים האחרונות, בעקבות הצורך בעיובי היכולות הטכנולוגיות והאצת זמן ההגעה לשוק.

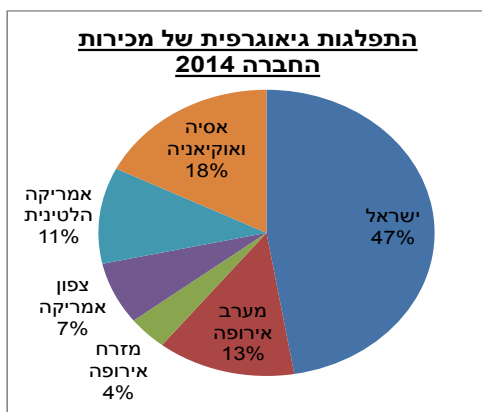
² תזרים ה-FFO מאופיין בתנודתיות לאור תנועות תזרימיות משמעותיות מתיק ני"ע ומעסקאות גידור.

מאפיינים נוספים בענף הינם: התלות 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 בהוצאות ולצורך בניהול פרויקטים הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעימות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית; צבר הזמנות חזק, התומך ביכולת יצור הכנסות ברת קיימא ומקנה ראות טובה להכנסות בטווח הזמן הקצר והבינוני; פעילות מפוזרת ומגוונת על פני מאות פרויקטים שונים, מוצרים ושוקים גיאוגרפיים; סיכונים אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות, שתורמות לנזילות; גידול במספר האימונים על ביטחון, דוגמת אי יציבות במזרח התיכון ומתיחות בין רוסיה למערב - 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, תומכים בחסמי 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 גיוון 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 (היעדר תקציב לשנת 2015 וכנגד עבודה על תקציב של 1/12), המהווה חלק מהותי מהכנסות החברה.

פיזור ההכנסות של החברה מוגבל ונמוך משל קבוצת השוואה, אף כי החברה פועלת מזה מספר שנים להגדלת הייצוא ופיזור גיאוגרפי של ההכנסות, כאשר משהב"ט מהווה כ- 40-50% 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- 33% מסך הכנסות החברה בשנת 2014) בהן תקציבי הביטחון צפויים לצמוח וקיימת דרישה גוברת לנשק מערבי מתקדם על פני נשק סובייטי ובנוסף על כך, לחברה גמישות טכנולוגית בולטת לטובה ויכולת התאמת פתרונות מהירה לצרכי הלקוח- המהווים יתרון יחסי על פני המתחרים.

החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, אשר מהווים מנוף טכנולוגי ושיווקי 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.

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

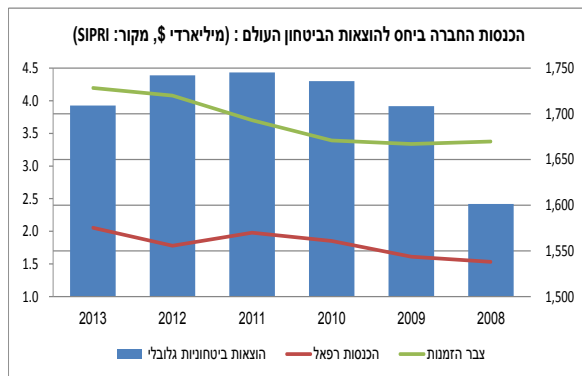
התעשייה הביטחונית בישראל מהווה נדבך חשוב בדוקטרינת הביטחון הלאומי של ישראל ובפרט רפאל, אשר מאופיינת בפרופיל טכנולוגי מוביל, כנזכר לעיל ובעלת יכולות, נכסים ופתרונות אסטרטגיים לאיומים בפניהם ניצבת המדינה וצפויה להם בעתיד. נוסף על כך, נציין כי רפאל הינה חברה ממשלתית בבעלות מלאה של המדינה ונוכח מעמדה ויכולותיה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

צפי להמשך צמיחה בהכנסות כנגזרת מצבר הזמנות משמעותי, אולם צפויה שחיקה מסוימת בשיעור הרווחיות

לחברה יכולת השבת רווחים טובה יחסית, הנתמכת בצבר משמעותי, מפוזר וחתום, התומך בנראות התזרימים וביכולת הייצור העתידית שלהם. נכון ליום 30/09/14, לחברה צבר הזמנות בהיקף של 17 מיליארד ש"ח, גידול של כ-15% בהשוואה לצבר ההזמנות בתקופה המקבילה אשתקד, מתוכו כ-63% מיועד ליצוא. היחס בין הצבר להכנסות ב-12 חודשים האחרונים עומד על כ-2.3. נתונים אלו בולטים לטובה על רקע קיצוצים בתקציבי הביטחון בעולם. 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 הצמיחה בטווח הזמן הקצר והבינוני ובהגנה מפני הרעה צפויה בסביבה העסקית בטווח זמן זה.

התגברות התחרות בענף, נוכח מגבלות תקציב, הן בישראל והן בעולם המערבי, המסיטה חברות בענף לשווקים המתפתחים, כאמור צפויה לשחוק את שיעור הרווחיות בתמחור פרויקטים עתידיים ופרויקטים קיימים, שנחתמו בשנים 2012-2013. 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 השוואה. 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 מצטברת של בין 4%-6% בהוצאת הביטחון המצרפית העולמית בטווח הזמן הקצר והבינוני. שחיקה זו צפויה לנבוע בעיקר מתקציבי העולם המפותח ולהתמקד בתקציבי הרכש. בנוסף, אנו מניחים עלייה בעוצמת התחרות, בדגש על לחצים גוברים לעמידה ב"ז", בתקציב ובקיצור זמני ההשקעה, בדומה להערכתנו הקודמת. להערכת מידרוג, החברה תמשיך לשמר מכפיל צבר להכנסות של 2.2-2.5 בטווח הזמן הקצר והבינוני, התומך בנראות ההכנסות והגוזר בתרחיש הבסיס של מידרוג שחיקה מתונה בהכנסות בשנת 2014 וצמיחה משמעותית יותר (5%-8%) בשנת 2015. להערכתנו, השפעת השחיקה בתקציבי הביטחון והשלכותיה על הסביבה העסקית אינה צפויה להשפיע על הכנסות החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני, כאמור, אולם צפויה השפעה בפיגור על כריות הרווחיות של החברה, אשר צפויות לשחיקה מסוימת, להערכתנו, בטווח הזמן הבינוני גם נוכח הצורך להמשך השקעה במו"פ ושיווק עם התגברות התחרות. שחיקה זו תפוצה חלקית ע"י מספר גורמים ובהם: המשך התרחבות הפעילות בשווקים המתפתחים, להם צרכים ביטחוניים גוברים, בדגש על פתרונות טכנולוגיים מתקדמים, שער דולר חזק יותר בטווח הזמן הקצר, התייעלות פנימית מסוימת ושינוי במבנה הארגוני, הסרת כפילויות ואופטימיזציה של הידע הארגוני ויכולת היצור והרכש- 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 (ללא צבר) בסך של כ- 600 מיליון דולר (נכס הבסיס, אולם טווח הגידור רחב יותר ויכול לכלול חשיפה בצבר לשיקול הנהלת החברה) 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 שהגזרת הראשונה של שווי הנגזר ביחס לנכס הבסיס תהיה ללא שינוי (Delta Neutral).

צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים יחסית, כאשר יחסי הכיסוי צפויים להישמר מהירים והולמים לדירוג

החברה רשמה ב 12 החודשים שהסתיימו ב 30/09/14 תזרים מפעילות (FFO) בהיקף של כ- 562 מיליון ₪ (בדומה לממוצע שנים קודמות) וצפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים יחסית בשנים הקרובות, על אף צמצום הוצאות הביטחון והתגברות התחרות בענף.

נכון ליום ה- 30/09/14, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 487 מיליון ₪. רובו של החוב הפיננסי הינו אג"ח לזמן ארוך, נתון אשר הולם את משך הפרויקטים, הממומנים גם בעזרתו. יחסי הכיסוי של החברה מהירים והולמים את רמת הדירוג ואינם צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח של בין 0.6-1.0 ו-0.7-1.2, בהתאמה בטווח זמן זה ואלה הולמים לדירוג, כאמור. אנו לא מוציאים מכלל חשבון אפשרות של רכישה משמעותית שתבוצע על ידי החברה, במבט לביסוס זרוע שיווקית משמעותית בחו"ל, צעד שיכול ויוביל להגדלת החוב. עד כה הפגינה החברה מדיניות רכישות ומיזוגים שמרנית.

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- 30.6% ליום ה- 30/09/14. מדיניות הדיבידנד המוצהרת של החברה, כפי שמשקפת מההסכם מול מדינת ישראל הינה חלוקה של מינימום 50% מסך הרווח הנקי בניכוי 70 מיליון ₪ מדי שנה. יש לציין כי במסגרת ההסכם בין רשות החברות הממשלתית לבין החברה בנין מתווה לחלוקת דיבידנד מיוחד (אשר יקוזז מדיבידנדים עתידיים) צפויה החברה לשלם כ- 250 מיליון ₪ דיבידנד מיוחד (שאינו קשור לדיבידנד השוטף) ברבעון הראשון לשנת 2015. מידרוג מצפה שהחברה לא תחרוג ממדיניות זו, כך שתוכל להמשיך ולבנות את כרית ההון בטווח הזמן הבינוני.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה יתרות נזילות משמעותיות, הנובעות גם מאופי הפעילות (צורך במימון הון חוזר) ומקבלת מקדמות מלקוחות. ליום ה- 30/09/14, עמדו הנכסים הנזילים על כ- 1.5 מיליארד ₪ כ- 318% מהחוב הפיננסי. בנוסף, לחברה לוח סילוקין נוח בשנים הקרובות, המותאם ליכולת ייצור התזרימים שלה (בניכוי הדיבידנד המיוחד הצפוי), אולם כתלות בשינויים בהון החוזר.

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 טובה, הנתמכת בכך שכל נכסיה פנויים משעבוד ובנגישות טובה לגורמים מממנים. נציין כי החברה נדרשת לעמוד באמת מידה פיננסית לגורמים המממנים- שיעור הון/מאזן של 20% והיא עומדת בו במרווח מספק, להערכתנו.

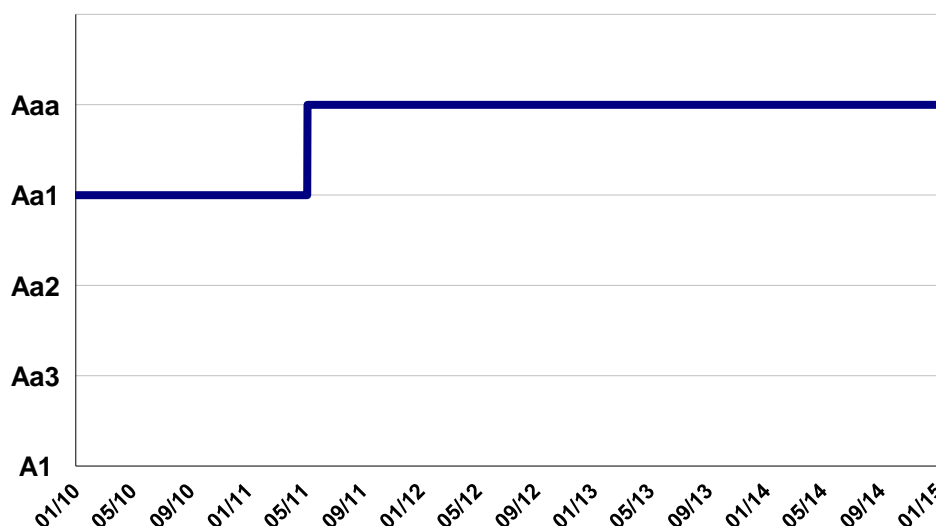
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- 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 לראשונה בינואר 2002 כחברה בבעלות מלאה של מדינת ישראל. החברה מפתחת ומייצרת אמצעי לחימה במסגרת שלוש חטיבות: חטיבת מערכות חימוש (תחום התשתיות הלאומיות), חטיבת היבשה (חליפות הגנה מתקדמות לאוויר לים וליבשה, עמדות נשק נשלטות ומערכות ואמצעים ללוחמה אורבנית) וחטיבת הטילים ולוחמת רשת (טילים, מערכות יירוט ומערכות מודיעין ולוחמת רשת). החברה הינה יצרנית הטילים העיקרית בארץ ומהווה מאגר ידע ומו"פ ייחודיים ואסטרטגיים בתחום הביטחוני. החברה מעסיקה כ- 7,200 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

- [דירוג חברות תעשייה ביטחוניות דו"ח מתודולוגי פברואר 2014](#)
- [רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ מעקב יולי 2013](#)

תאריך הדו"ח: 05.02.2015

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 בציוד, 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 מסיימים.
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") 2015.

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 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 צריכים 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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.