



רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

מעקב | פברואר 2016

אנשי קשר:

הדר סגל, אנליסט

hadars@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aaa.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה ב') שהנפיקה רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("רפאל" או "החברה"), לשעבר רפאל - רשות לפיתוח אמצעי לחימה.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

יאתרת שנות פירעון קרן האג"ח	יתרה בספרים 30/09/2015 במיליוני ₪	בסיס הצמדה	ריבית נקובה	מועד ההנפקה המקורי	סדרת אג"ח*
2016-2018	337	מדד	4.7%	3/2006	ב'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישה ביטחוניים בעולם. מיצובה הגבוה ויתרונה היחסי של החברה נובעים מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים ומבצעים רלוונטיים וגמישים למצבי עולם משתנים ובפרט - ממיצוב בכיר בתחום הליבה של מערכות הטילים. 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 הטיית השוק המקומי, לרפאל פיזור עסקי טוב במגוון פרויקטים וטריטוריות, הכוללות שווקים מתפתחים בעלי פוטנציאל צמיחה. מלבד תחום הטילאות הדומיננטי, החברה מקצה משאבים למנועי צמיחה עתידיים, המותאמים לשדה הקרב העכשווי והעתידי בתחומי התקשוב, המודיעין, מערכות עיבוד המידע, מערכות הגנה ופתרונות ללוחמה אורבנית.

ליום 30/09/15 לחברה צבר הזמנות משמעותי בהיקף של 18.5 מיליארד ₪. מכפיל הצבר להכנסות השנתיות עומד על 2.4, תומך בנראות הכנסות טובה בטווח הזמן הקצר והבינוני ובפרופיל הפיננסי של החברה, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת. החברה חשופה במידה רבה להתפתחויות בענף התעשיות הביטחוניות בעולם. במהלך השנה האחרונה האיומים הביטחוניים ושינויים גאופוליטיים דחפו מדינות רבות להגדיל את התקציבים הביטחוניים. עפ"י תחזיות מודיס¹, בשנתיים הקרובות צפוי תקציב הביטחון העולמי לעבור לצמיחה בשיעור של 2%-3% ובתמיכת הגידול הצפוי בתקציב הביטחון של ארה"ב בתקופה זו. 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. עם זאת, להערכתנו הגידול הצפוי ימתן חלקית את השפעות הגידול בתחרות כך שהרווחיות התפעולית של החברות בענף תיותר יציבה יחסית. בתרחיש הבסיס של מידרוג ולאור פרופיל עסקי והיצע מוצרים התומך בשדה הקרב הנוכחי והעתידי, אנו צופים צמיחה בהכנסות החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני שייתמך בגידול בתקציבי הביטחון, כאשר שיעורי הרווחיות צפויים להיותר יציבים יחסית תוך המשך השקעה גבוהה

¹ [Outlook Update: Global Aerospace and Defense Changing Outlook to Positive As US Budget Deal Will Boost Defense Spending](#)



במו"פ ושיווק. להערכת מידרוג, יכולת התייעלות של החברה מוגבלת נוכח הצורך לשמר יתרונות טכנולוגיים וכ"א איכותי.

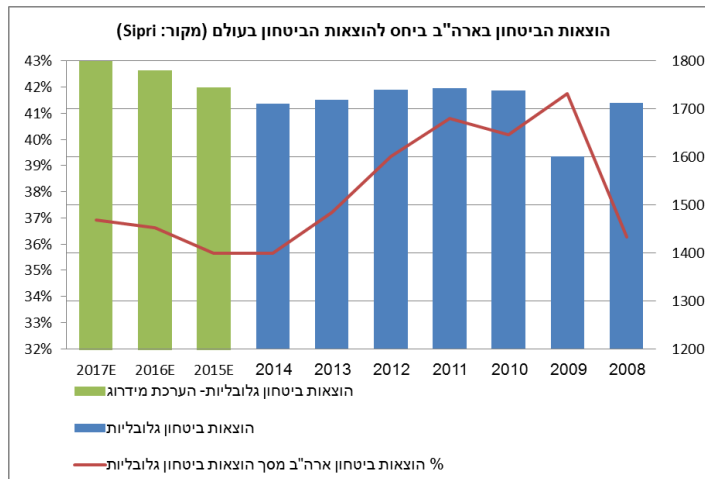
בתרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח שבין 0.3-0.4 ו-0.5-0.3 (בהתאמה) בטווח הזמן הקצר-בינוני. לחברה יחסי כיסוי מהירים ההולמים את רמת הדירוג, זאת לאור תזרימים חזקים יחסית לאורך זמן ורמת מינוף נמוכה. לחברה מדיניות דיבידנדים של מינימום 50% מהרווח הנקי השנתי. מידרוג מצפה כי לא יחול שינוי נוסף לרעה במדיניות הדיבידנדים (חלוקה אגרסיבית יותר), אשר יפגע באופן פרמננטי בתזרים החופשי ובכרית ההון.

לחברה פרופיל נזילות בולט לטובה הנובע ברובו 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 2012	FY 2013	FY 2014	30.09.2014	30.09.2015	
6,844	7,390	7,022	4,773	5,366	הכנסות
390	320	470	219	286	רווח תפעולי
186	117	-204	-15	15	הכנסות מימון נטו
80	93	34	34	4	מזה שערכים תיק השקעות (MTM)
13	16	-77	-87	28	שערכים נגזרים פיננסיים
569	366	322	245	233	רווח נקי
22.79%	20.02%	22.68%	21.39%	20.99%	שיעור רווח גולמי
5.71%	4.33%	6.69%	4.58%	5.33%	שיעור רווח תפעולי
7.73%	7.59%	7.43%	7.76%	7.10%	שיעור הוצאות מו"פ
0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	הכנסות/ נכסים ממוצעים (t, t-1)
6.91%	4.20%	3.54%	4.87%	3.39%	תשואה על נכסים (ROA)
3,094	2,500	3,284	1,547	1,804	נכסים נדילים
2,321	1,974	2,680	2,181	2,002	מקדמות מלקוחות לז"ק ולז"א
731	596	476	487	399	חוב פיננסי
8,879	8,527	9,683	8,769	8,584	סך נכסים במאזן
31%	30%	29%	31%	35%	הון\ מאזן
21.32%	19.02%	14.41%	15.28%	11.65%	חוב\CAP
579	526	690	378	440	EBITDA
598	475	511	373	388	FFO
1132	337	1457	-488	-840	CFO
1.3	1.1	0.7	0.8	0.5	חוב פיננסי ל-EBITDA
1.2	1.3	0.9	0.9	0.8	חוב פיננסי ל-FFO

סיכון ענפי בינוני-נמוך, עם צפי לגידול בביקושים, נוכח צפי לצמיחה 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 בתקציב הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים (כמו שנחזה בפועל), כאשר קיים מתאם גבוה בין השינוי בתקציב הביטחון לפוטנציאל הצמיחה של החברות בענף. עפ"י תחזיות מודי"ס, לאור אישור תקציב ההגנה האמריקאי לשנים הבאות, התערורות והתחזקות האסלאם הקיצוני וארגוני הטרור ומספר עימותים באזורים גיאוגרפים שונים, יחול היפוך מגמה, לאחר מספר שנים של שחיקה בתקציב הביטחון העולמיים. להערכתנו, בשנתיים הקרובות תקציב הביטחון בעולם יצמחו בשיעור של 2%-3%, עם שונות משמעותית בין אזורים גיאוגרפים, גם כתלות בסביבה הכלכלית והפיסקאלית, כאשר ארה"ב בפרט תתמוך בצמיחה העולמית עם צמיחה של כ- 4.8% ו- 2.8% בשנתיים הקרובות.

בשנים האחרונות 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, מערכות אלקטרוניות מתקדמות ואמצעי הגנה לביטחון פנים, וזאת- על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות.

להערכתנו, הצפי לצמיחה בתקציב הביטחון העולמי יקל במקצת על פוטנציאל הצמיחה של הענף, אולם ללא שינוי מהותי בשיעורי הרווחיות, בשל 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.

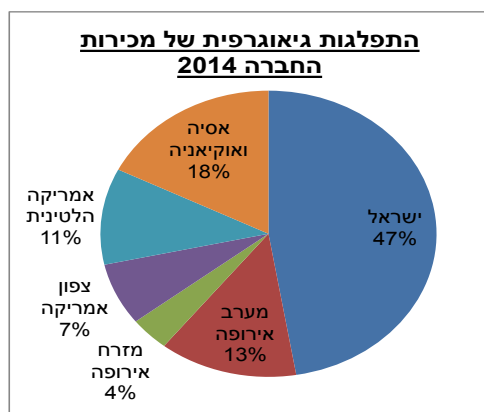
מאפיינים נוספים בענף הינם: התלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. מצב זה יוצר חשיפה של קבלני המשנה למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומפחית את גמישות המחיר של החברות; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי בהוצאות ולצורך בניהול פרויקטים הדוק; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעתות של קיטון בפעילות ואשר פוגמים בגמישות התפעולית; צבר הזמנות

חזק, התומך ביכולת יצור הכנסות ברת קיימא ומקנה ראות טובה להכנסות בטווח הזמן הקצר והבינוני; סיכנו אשראי נמוכים, לרבות מקדמות מלקוחות, שתורמות לנזילות; גידול במספר האיזמים על ביטחון, דוגמת אי יציבות במזרח התיכון, פעילות של ארגוני טרור איסלמיסטים באירופה ומתיחות בין רוסיה למערב- תומכים בהמשך הדרישה להוצאות ביטחוניות מהותיות של ממשלות בעולם; חסמי כניסה גבוהים ובהם הוצאות גבוהות על מו"פ, תומכים בחסמי הכניסה הגבוהים ויוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מהידע והיכולות הטכנולוגיות הגלומות בפעילות.

פרופיל 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.

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



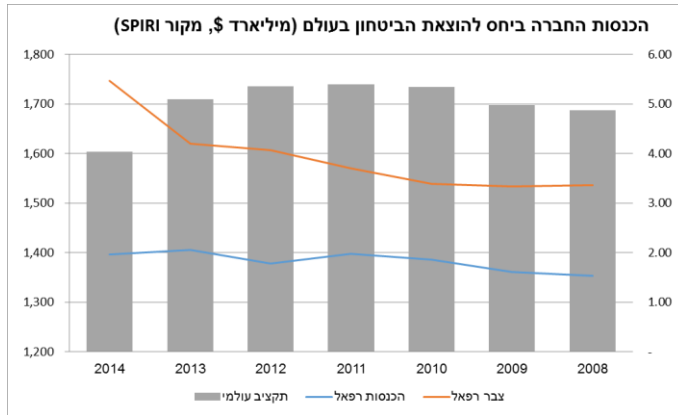
וחושף את החברה לשינויים אקסוגניים בהקצאת המשאבים במשק המקומי ובפרט- למגבלת התקציב של משרד הביטחון. נציין עוד, כי חשיפה מהותית זו למשרד הביטחון מהווה גם משקולת על רווחיות החברה. מנגד, לחברה פוטנציאל צמיחה, נוכח חשיפתה למדינות מתפתחות (אזורי אסיה-אוקיאניה, מזרח אירופה ואמריקה הלטינית מהווים כ- 33% מסך 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 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 גוזרת 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 לאיזמים 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.

יכולת השבת הכנסות טובה יחסית, צפי ליציבות מסוימת בכריות הרווחיות בטווח הזמן הבינוני



לחברה יכולת השבת רווחים טובה יחסית, הנתמכת בצבר משמעותי, מפוזר וחתום, התומך בנראות התזרימים וביכולת הייצור העתידית שלהם. נכון ליום 30/09/15, לחברה צבר הזמנות בהיקף של 18.6 מיליארד ש"ח, גידול של כ- 9.6% בהשוואה לצבר ההזמנות בתקופה המקבילה אשתקד, מתוכו כ- 51% מיועד ליצוא. היחס בין הצבר להכנסות ב- 12 חודשים האחרונים עומד על כ-2.4. 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 ומגן בצורה טובה יחסית מפני שינויים בלתי צפויים בסביבה העסקית בטווח הזמן הקצר והבינוני. יתרונה הטכנולוגי של החברה ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרים מהשקעת החברה במו"פ. הוצאות המו"פ מהוות חלק מרכזי במבנה העלויות של החברה (שיעור המו"פ נטו, בקיזוז השתתפות חיצונית במו"פ עומד על כ- 7.6% במומצע בשלוש השנים האחרונות). מידרוג מעריכה כי עלויות המו"פ יישארו גבוהות בטווח הזמן הקצר והבינוני לאור רצונה של החברה לשמור על מיצובה בענף ויתרונותיה היחסיים. להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות של החברה נמוכה יחסית, נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיכולתה להתחרות בענף, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינמיים לצרכים משתנים. שיעורי הרווחיות התפעולית של החברה תנודתיים יחסית בשנים האחרונות ונעים בטווחים של כ- 6.7% ו- 4.3%, 5.7% בהתאמה, ב-5 השנים האחרונות. ראוי לציין, כי שיעורי הרווחיות התפעולית של החברה אינם בולטים לטובה יחסית לדירוג יחסית לקבוצת ההשוואה ומוגבלים, נוכח גמישות תפעולית נמוכה יחסית, פוטנציאל התייעלות מוגבל (לאחר שכבר ביצעו שינוי במבנה הארגוני, אופטימיזציה של הידע הארגוני ויכולת הייצור והרכש), נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי ומובילות טכנולוגית ומהותיות משרד הביטחון בסך ההכנסות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים גידול בהיקף ההכנסות של החברה (1% עד 3%) בטווח הזמן הקצר והבינוני וזאת בין היתר לאור הגידול הצפוי בהוצאות הביטחון המצרפית העולמית, תוך שונות באזורים גיאוגרפיים שונים. בנוסף, אנו מניחים המשך תחרות גבוהה, בדגש על לחצים גוברים לעמידה בלו"ז, בתקציב ובקיצור זמני ההשקה, אשר יחייבו המשך השקעה במו"פ ושיווק, כאשר שיעורי הרווחיות התפעולית צפויות לשמור על יציבות מסוימת ולנוע בטווח שבין 5.5% ל- 6.0%, באותו טווח זמן.

לחברה הכנסות מימון משמעותיות, נוכח נכסים נזילים משמעותיים, רובן מרווחי הון ופעילות גידור מט"ח. 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 שהנגזרת 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
לחברה יכולת השבת הכנסות טובה יחסית בשנים האחרונות, אשר תומכת בתזרימי מזומנים חזקים בתקופה זו. להערכתנו, החברה צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים ויציבים יחסית בשנים הקרובות, נוכח הצפי לצמיחה בהכנסות ושימור הרווחיות, כאמור.

נכון ליום ה- 30/09/15, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 399 מיליון ש. רובו של החוב הפיננסי הינו אג"ח לזמן ארוך, נתון אשר הולם את משך הפריקטים, הממומנים גם בעזרתו. יחסי הכיסוי של החברה מהירים והולמים את רמת הדירוג וצפויים להשתפר בשוליים בטווח הזמן הקצר-בינוני על פי לוח הסילוקין. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO ינועו בטווח של בין 0.3-0.4 ו-0.3-0.5, בהתאמה בטווח זמן זה ואלה הולמים לדירוג, כאמור. אנו לא מוציאים מכלל חשבון אפשרות של רכישה משמעותית שתבוצע על ידי החברה, במבט לביסוס זרוע שיוקית משמעותית בחו"ל, צעד שיכול ויוביל להגדלת החוב. עד כה הפגינה החברה מדיניות רכישות ומיזוגים שמרנית. רמת המינוף של החברה נמוכה והולמת את הדירוג, כרית ההון שלה סבירה ותומכת ביכולת ספיגת הפסדים בלתי צפויים וחד פעמיים, כפי שנגזר מיחס החוב ל- CAP, אשר עמד על כ- 11.7% ליום ה- 30/09/15. מדיניות הדיבידנד המוצהרת של החברה, כפי שמשקפת מההסכם מול מדינת ישראל הינה חלוקה של מינימום 50% מסך הרווח הנקי ובפועל 50% מהרווח הנקי ללא דיבידנדים מיוחדים. מידרוג מצפה שהחברה לא תחרוג מהותית ממדיניות חלוקה של 50%, כך שתוכל להמשיך ולבנות את כרית ההון בטווח הזמן הבינוני.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה פרופיל נזילות בולט לטובה, נוכח יתרות נזילות משמעותיות, הנובעות גם מאופי הפעילות (צורך במימון הון חוזר) ומקבלת מקדמות מלקוחות. ליום ה- 30/09/15, עמדו הנכסים הנזילים על כ- 1.8 מיליארד ש"ח כ- 456% מהחוב הפיננסי. בנוסף, לחברה לוח סילוקין נוח בשנים הקרובות, המותאם ליכולת ייצור התזרימים שלה (, 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. בנוסף, כרית הנזילות נתמכת ביכולת יצור תזרים חופשי (FCF) חיובי, להערכתנו בטווח הזמן של ה- 12 חודשים הקרובים, כאשר בשלוש השנים האחרונות יצרה החברה תזרים חופשי מצטבר בהיקף של כ- 660 מיליון ש"ח.

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.

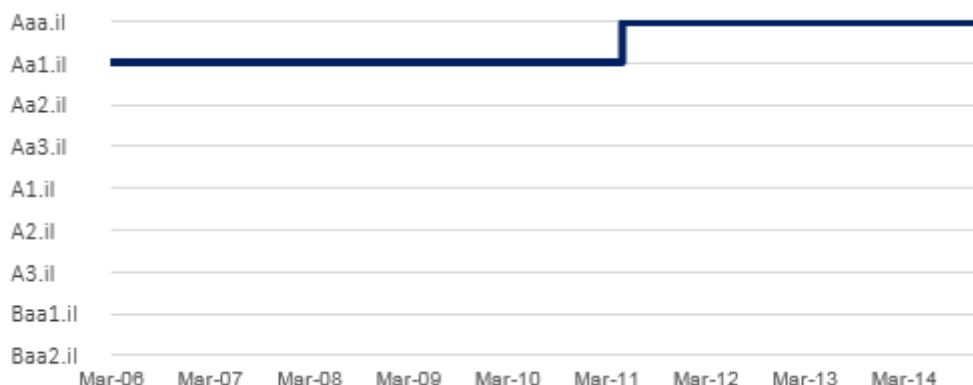
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה מתמשכת בצבר ההזמנות שתגרום לפגיעה ביכולת ייצור ההכנסות.
- שחיקה מתמשכת בשיעורי הרווחיות.
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחסי כיוסי 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- 7,300 עובדים (כולל חברות בנות). מנכ"ל החברה הינו מר יואב הר אבן (אלוף במיל), לשעבר בין היתר ראש אגף המבצעים 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 פברואר 2015](#)

תאריך הדו"ח: 16.02.2016

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 + 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) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספרים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצינת באותיות.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה ועודת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.