Maalot
S&P Global Ratings

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ

6 במאי 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

David Matthews, לונדון, 44-20-71763611 david.matthews@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....2
תחזית הדירוג.....3
התרחיש השלילי.....3
תיאור החברה.....3
תרחיש הבסיס.....4
הנחות עיקריות.....4
יחסים ונתונים עיקריים.....5
נזילות.....5
התניות פיננסיות.....6
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי.....6
התאמות לדירוג.....6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....7
רשימת דירוגים.....7

תמצית פעולת הדירוג

- ביקוש גבוה למוצרים ושירותים מתחום התעופה והביטחון תמך בגידול בצבר ההזמנות, בהכנסות וברווח של רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("רפאל" או "החברה").
- רפאל שומרת על עמדת מזומנים נטו חיובית למרות תנועות הון חוזר גדולות ובלתי צפויות, והביצועים התפעוליים שלה צפויים להישאר איתנים בשנים 2026 ו-2027, בתמיכת מדיניות פיננסית שמרנית ונזילות חזקה.
- לפיכך, ב-6 במאי 2026 אשררנו את דירוג הטווח הארוך של החברה, 'ilAAA', ואת דירוג הטווח הקצר שלה, 'ilA-1+'.
- התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שהביקוש למוצרים ולשירותים של רפאל יישאר חזק בשנתיים הקרובות, ושהחברה תשמור על עמדת מזומנים נטו חיובית ועל נזילות חזקה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הביצועים התפעוליים החזקים של רפאל נתמכים בגידול בהוצאות הביטחון ומיציבות בביקוש החזק לרבים ממוצריה ושירותיה. צבר ההזמנות של רפאל הגיע לשיא של יותר מ-74 מיליון ₪ (כ-25 מיליון דולר, או שלוש שנים של הכנסות), וצפוי לגדול עוד יותר. בנוסף מציגה החברה צמיחה גבוהה בהכנסות, צמיחה ב-EBITDA המתואם ועמדת מזומנים נטו חיובית. התעשייה הביטחונית ממשיכה ליהנות מתקציבים הולכים וגדלים ומצמיחה בהוצאות הביטחון. לאור מלחמת רוסיה-אוקראינה, המלחמה עם חמאס והמלחמה עם איראן, ממשלות רבות חתמו חוזים בהיקף גדול לרכישת מערכות הגנה. רפאל נמצאת בעמדה טובה לנצל את הביקוש הגובר, הן מצד משרד הביטחון הישראלי והן מממשלות וצבאות זרים. קצת יותר ממחצית מהמכירות של רפאל הן לישראל וכוללות מוצרים שהממשלה מחשיבה כקריטיים, כמו כיפת ברזל, ספייק, ספייס וקלע דוד.

בתרחיש הבסיס שלנו ולאור כמות ההזמנות החדשות, אנו צופים שהכנסות החברה יצמחו לכיוון של 25 מיליארד ₪ ב-2026. אנו מעריכים כי שיעור ה-EBITDA יישאר יציב למדי, כ-10%-11%, וכי ה-EBITDA המתואם יגדל ליותר מ-2.5 מיליארד ₪ בשנת 2026. ב-31 בדצמבר 2025 החזיקה החברה מזומנים וניירות ערך סחירים בשווי מאוחד של יותר מ-3.9 מיליארד ₪. בנוסף, עקב ביצועיה התפעוליים החזקים ותקבולי מקדמות, אנו מניחים שיתרת המזומנים של החברה לא תקטן עד סוף 2026, אולם תיתכן תנודתיות בהתאם לעיתוי תשלומי הלקוחות. דפוסי התשלומים קשים לחיזוי בסביבה הנוכחית. עם זאת, אנו צופים שרפאל תקבל שיעורי ריבית גבוהים על פיקדונותיה, מה שיתמוך ביחס נטו בין ההכנסות מריבית להוצאות הריבית.

תזרים המזומנים של רפאל צפוי להיות איתן, דבר שיתמוך בעמדת המזומנים נטו החזקה ממילא שלה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו חוזים תזרים מזומנים חופשי (FOCF) חיובי ב-2026. אולם ההון החוזר ותזרים המזומנים של חברות ביטחוניות רבות מושפעים מהעיתוי הבלתי צפוי של תשלומי מקדמות ותקבולים גדולים

מלקוחות ממשלתיים, והתשלומים של ממשלת ישראל לרפאל אינם צפויים לחרוג מכלל זה. ישראל, שהיא הלקוחה העיקרית של רפאל, מעורבת במספר סכסוכים אזוריים, והדרישות שהסכסוכים הללו מציבים על צבאה עלולות להשפיע על העיתוי ויכולת החיזוי של תשלומי המקדמות לרפאל.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שה-FOCF של רפאל יהיה חיובי גבוה ב-2026, אם כי קשה לחזות את היקפו המדויק. הוצאות ההון (capex) של רפאל צפויות להיות גבוהות יחסית ב-2016, כ-1.5 מיליארד ₪. התחזית שלנו משלבת הנחה זהירה לפיה ההשקעה השנתית ברכישות עשויה להיות כ-50 מיליון ₪ לשנה. עם זאת, במקרה שיצוצו הזדמנויות, רפאל עשויה להוציא מעט יותר על רכישות.

אף שהיו השערות כי ממשלת ישראל עשויה לשקול הנפקה ראשונה לציבור של כמה חברות בבעלותה, כולל רפאל, תרחיש הבסיס שלנו אינו כולל הנחה כזו. אנו סבורים כי הסבירות שרפאל תונפק בטווח הקצר, או בזמן שישראל מעורבת בסכסוכים במזרח התיכון, היא קלושה.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שהגידול בתקציבים הביטחוניים יחזק את הביקוש למוצרים ולשירותים של רפאל בשנתיים הבאות, שבהן ימומש צבר ההזמנות הקיים כיום. אנו מניחים שנכונותה של ממשלת ישראל לספק לחברה תמיכה יוצאת דופן במקרה הצורך לא תשתנה בשנתיים הקרובות.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יתממשו אחד או יותר מהתרחישים הבאים:

- נסבור שתנאי השוק התומכים אינם צפויים להימשך
- נסבור שהחברה לא תוכל להשלים את ההזמנות הקיימות באופן נאות
- שיעור ה-EBITDA המדווח ירד מתחת ל-9% באופן כתוצאה מתחרות עזה, מחוסר יכולת להציג טכנולוגיות חדשות, מחריגה בעלויות או מרכישות גדולות שתרומתן ל-EBITDA אינה ברורה.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם שינוי במדיניות הפיננסית של רפאל יוביל לירידה ביחס המתואם FFO (funds from operations) לחוב מתחת ל-60% לאורך זמן.

אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם נעריך שהסבירות לתמיכה יוצאת דופן מצד ממשלת ישראל במידת הצורך השתנתה או במקרה של ירידה בדירוג מדינת ישראל.

תיאור החברה

רפאל היא חברה ממשלתית המפתחת ומייצרת מערכות לחימה מתקדמות. רפאל היא אחת החברות הביטחוניות הגדולות בישראל, עם כ-10,000 עובדים. אנו מעריכים שהכנסותיה של החברה עלו על 22 מיליארד ₪ ב-2025. פעילות החברה מתבצעת בשלוש חטיבות עיקריות: מערכות אוויר ומודיעין; מערכות עליונות אוויר; ומערכות יבשה וימיות.

אנו מעריכים כי בשנת 2025 מכרה רפאל כמעט מחצית ממוצריה מחוץ לישראל, ואת השאר בישראל. המתחרות המקומיות העיקריות של רפאל הן התעשייה האווירית לישראל בע"מ (ilAAA/Stable/ilA-1+) ואלביט מערכות בע"מ (ilAA+/Stable/ilA-1+). בשוק הגלובלי מתחרה רפאל בחברות שונות בענפי התעופה והביטחון.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- גידול בצבר ההזמנות של החברה ליותר מ-75 מיליארד ₪ ב-2026. להבנתנו, היות שהגידול בצבר ההזמנות לא ישפיע מיידית על תוצאות החברה, רפאל תמשיך לנקוט בגישה שמרנית ברישום הזמנות של ממשלת ישראל.
- גידול בהכנסות לכיוון 25 מיליארד ₪, או יותר, ב-2026.
- שיעור EBITDA מתואם יציב של 10%-11%.
- הון חוזר שלילי לאורך 2026 על רקע הגידול בפעילות, אולם קשה לחזות את היקפו.
- הוצאות הוניות (capex) שנתיות ממוצעות של מעל 1.5 מיליארד ₪ ב-2026. אנו צופים שהתרחבותה של החברה לקווי עסקים חדשים עשויה להצריך משאבים נוספים. קצב ההתרחבות יהיה תלוי בזכייה בחוזים נוספים.
- רפאל עשויה להשקיע בחברות קשורות, תוך ביצוע רכישות נוספות. הערכתנו השמרנית היא הוצאה של כ-50 מיליון ₪ ב-2026, אולם הסכום עשוי להיות מעט גבוה יותר במקרה של הזדמנות לרכישות גדולות יותר.
- באופן כללי, המדיניות הפיננסית בחברות ממשלתיות בישראל כוללת חלוקה של 50% מהרווח הנקי שלהן כדיבידנד. אף שבתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהחברה תחלק דיבידנדים ב-2026 וב-2027, אנו סבורים שיש הסתברות גבוהה שרפאל לא תחלק דיבידנדים משמעותיים לפני שתסתיים המלחמה הנוכחית במזרח התיכון.
- היעדר שינוי מהותי במבנה הבעלות ב-2026.
- איננו צופים שוב תשלום מס חריג ב-2026 כמו ב-2022.

יחסים ונתונים עיקריים

(מיליון ₪)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
צבר הזמנות (מיליארד ₪)	כ-50	כ-65	>74	>75	>80
הכנסות	14,043	17,846	>21,500	>24,500	>28,000
EBITDA מתואם	1,516	1,630	>2,300	>2,500	>3,000
תזרים מזומנים תפעולי (CFO)	3,135	1,764	>1,200	>1,800	>2,500
הוצאות הוניות (capex)	872	1,160	1,500	1,500	1,400
תזרים מזומנים חופשי (FOCF)	2,263	604	--	>500	>1,200
דיבידנדים	--	--	444	כ-300	כ-300
רכישות חוזרות של מניות (דווחו)	487	--	--	--	--
חוב מתואם	--	--	--	--	--
יחסים מתואמים					
חוב/EBITDA (x)	--	--	--	--	--
חוב/FFO (%)	.N.M	.N.M	.N.M	.N.M	.N.M
צמיחה שנתית בהכנסות (%)	21.2	27.1	21.5	10-15	10-15
שיעור EBITDA (%)	10.8	9.1	כ-11%	11%-10%	11%-10%

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי .NM-לא משמעותי.

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של רפאל כחזקה. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות (כולל יתרות מזומנים ותזרים מזומנים חזוי) לשימושים של החברה יעלה על 1.5x בשנתיים הבאות.

הערכתנו נתמכת ביתרות המזומנים הגדולות במאזן החברה ובחלויות החוב המצומצמות שלה בשנים הקרובות, אותן ביכולתה למחזר בקלות בשוק ההון הישראלי בהינתן תשואותיה הנוכחיות.

רפאל אינה משתמשת במסגרות אשראי בנקאיות למימון זמן קצר משמעותי, אלא משתמשת במקדמות הגדולות שהיא מקבלת מלקוחות כמקור המימון העיקרי שלה. איננו סבורים שזהו סיכון מהותי, לאור איכות האשראי של החברה ומעמדה כחברה ממשלתית. ב-31 בדצמבר 2025 עמדה יתרת הערבויות של החברה על כ-3-4 מיליארד ₪.

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים וניירות ערך סחירים בשווי מאוחד של יותר מ-3.9 מיליארד ₪ נכון ל-31 בדצמבר 2025. • FFO בהיקף של יותר מ-2 מיליארד ₪.	• הוצאות הוניות (capex) של כ-1.5 מיליארד ₪ לשנה. • תנודות הון חוזר עונתיות תוך-שנתיות של עד 1 מיליארד ₪, שעלולות להפוך לשליליות מאד אם משרד הביטחון יעכב תשלומים גדולים. • היעדר חלויות חוב משמעותיות. • דיבידנדים בהיקף של 50% מהרווח הנקי, לפי המדיניות הקבועה לחברות ממשלתיות בישראל. • רכישות בהיקף של עד 50 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לרפאל מספר התניות פיננסיות, כולל עמידה בהון עצמי מינימלי ויחסי מינוף. להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2025 החברה עמדה בכל התניותיה. לפי תרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים שרפאל תמשיך לעמוד התניותיה עם מרווח מספק ב-12 החודשים הקרובים.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של רפאל. לחברה בסיס שוקי קצה מגוון וחסמי כניסה חזקים לענף הודות ליתרונות הטכנולוגיים ולמעמד התחרותי שלה כחברה ביטחונית שנהנית בדרך כלל מחוזים ארוכי טווח עם ממשלות.

הסיכונים החברתיים הם מתונים, ועולים בקנה אחד עם חברות מדורגות דומות בתחום התעופה והביטחון. רפאל מסתמכת על כוח אדם מיומן כדי לבצע את הפרויקטים שלה בזמן ובתקציב. כמו כן, החברה אחראית לבטיחות העובדים על רקע השימוש בציוד כבד ומסוכן. לרפאל היסטוריה בטיחותית טובה, ללא תאונות מהותיות בשנים האחרונות.

אנו סבורים שהממשל התאגידי של החברה משביע רצון, ומשקף את תהליך התכנון הנרחב שלה ואת יכולתה להסתגל לאתגרים תפעוליים ולתנאי השוק המשתנים.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: חזקה (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלית (אין השפעה)

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הסיכון הנובע מנחיתות מובנית של חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 28 במרץ, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1+	28/02/2019	04/03/2025
טווח ארוך	ilAAA\Stable	16/01/2018	04/03/2025
דירוג(י) הנפקה			
ניירות ערך מסחריים			
נע"מ עד 500 מיליון ש"ח	ilA-1+	11/06/2020	04/03/2025
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
ינואר 16, 2018	ilAAA\Stable		
טווח קצר			
פברואר 28, 2019	ilA-1+		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	06/05/2026 09:51
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	06/05/2026 09:51
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.