Maalot
S&P Global Ratings

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

28 בפברואר, 2019

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק טווח קצר 'ilA-1+'

אנליסט אשראי ראשי:

עמרי שטרן, לונדון, 44-20-7176-7117 omri.stern@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק טווח קצר 'ilA-1+'

תמצית פעולת הדירוג

- אנו קובעים דירוג טווח קצר 'ilA-1+' לחברת רפאל מערכות מתקדמות בע"מ ("רפאל"). דירוג החברה לטווח ארוך נותר ללא שינוי.
- להערכתנו, לרפאל נגישות גבוהה ומוכחת לשוקי ההון בישראל, ויחסים טובים עם בנקים וגופים מלווים אחרים בשוק המקומי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הדירוג לטווח קצר מתבסס על דירוג החברה לטווח ארוך, 'ilAAA', בהתאם לטבלת המיפוי אשר מראה את הקשר שבין דירוג המנפיק לטווח ארוך לבין הדירוג לטווח קצר בסולם הדירוג הישראלי. להבנתנו, רפאל תשתמש במימון טווח קצר לצורך פעילות מיזוגים ורכישות ולצרכים שוטפים של החברה.

אנו צופים שהחברה תשמור על נזילות מספקת באמצעות יתרת מזומנים, שנכון להיום עומדת על מעל 2 מיליארד ₪.

לפרטים נוספים על דירוג החברה ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-10 בינואר, 2019.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף התעופה ותעשיית הנשק, 25 במרץ, 2014
- 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 - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-28 בפברואר, 2019)

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח קצר	ilA-1+
טווח ארוך	ilAAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ינואר 16, 2018	ilAAA\Stable
טווח קצר	
פברואר 28, 2019	ilA-1+
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	13:51 28/02/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:51 28/02/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.

Maalot
S&P Global Ratings

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

.....

10 בינואר, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

עמרי שטרן, לונדון, 44-20-7176-7177 omri.stern@spglobal.com

איש קשר נוסף:

הילה פרלמוטר, רמת גן, 972-3-7539727 hila.perelmuter@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג: יציבה 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תיאור פעילות החברה 5
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 6
נזילות: חזקה 7
ניתוח התניות 7
תמיכה ממשלתית יוצאת דופן 8
התאמות לדירוג 8

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

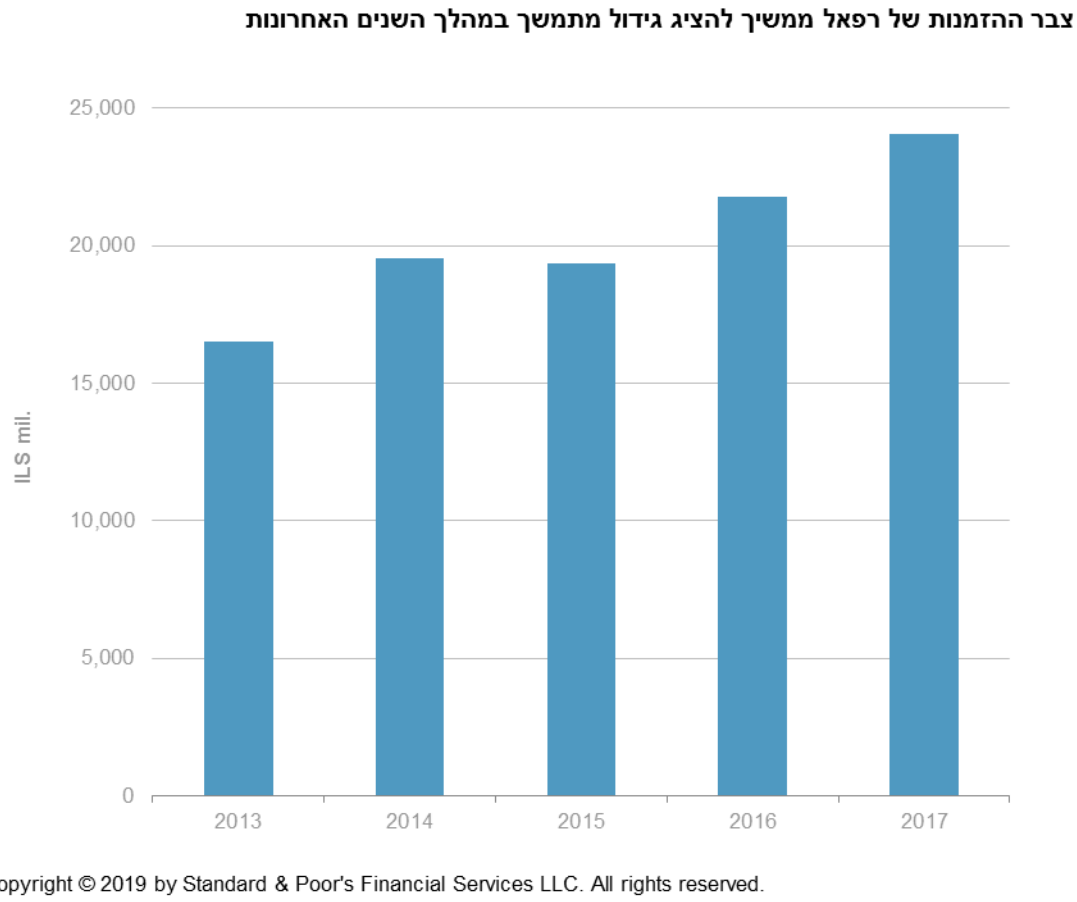
אשרור דירוג המנפיק	ilAAA/Stable

תמצית

חזקות עיקריות	חולשות עיקריות
• יכולות טכנולוגיות מתקדמות בפיתוח מערכות בעלות יתרון טכנולוגי מובהק על המתחרים. • חשיבות אסטרטגית גבוהה למשרד הביטחון הישראלי בשל אי-יציבות גאופוליטית במזרח התיכון. • מינוף נמוך כמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-2x וביחס FFO לחוב גבוה מ-45%. • תמיכה ממשלתית אפשרית בשל חשיבותן של מערכות רפאל למדינת ישראל.	• היקף פעילות קטן ונגישות מוגבלת לזירה הבינלאומית יחסית למתחרים בעולם בשל מחסום קשרים עסקיים עם מדינות מסוימות. • רווחיות נמוכה ביחס לקבוצת ההשוואה בשל שיעורי רווח נמוכים יחסית בחוזים מול משרד הביטחון המהווים כמחצית מצבר ההזמנות. • ירידה הדרגתית בתקציב הסיוע האמריקאי המיועד לרכישות ביטחוניות שקליות בישראל בעשר השנים הקרובות, שתאלץ את רפאל לפתח פעילות בארה"ב באמצעות מיזוגים ורכישות והעברת פעילויות ייצור לשטח ארה"ב.

נראות טובה של הכנסות בשנים הקרובות, הנתמכת בביקוש גבוה למוצרי החברה וגידול מתמשך בצבר ההזמנות שלה.

צבר ההזמנות החתומות של רפאל המשיך לגדול בשנים האחרונות, והגיע ב-2018 להיקף של כ-6.5 מיליארד דולר, לעומת 6 מיליארד דולר ב-2017. הוא מספק לרפאל נראות טובה של הכנסות לשנתיים וחצי עד שלוש השנים הקרובות. הגידול בצבר ההזמנות נתמך בעסקה שנחתמה לאחרונה עם צבא ארה"ב לאספקת מערכת "מעיל רוח" (מערכת ליירוט והשמדה של טילים ורקטות) שתותקן בחלק מכלי הרכב המשוריינים של הצבא, וביקוש איתן לטילי הספייק שלה. הביקוש של משרד הביטחון הישראלי למוצרי רפאל ממשיך להיות גבוה, בפרט הביקוש למערכת כיפת ברזל ליירוט רקטות קצרות טווח ופצצות מרגמה, ששימשה בסבבי הלחימה ברצועת עזה, שבמסגרתם נורו אלפי רקטות אל שטח ישראל. אנו מעריכים שמערכות אלו ימשיכו להיות רלוונטיות לביטחון מדינת ישראל בטווח הקרוב-בינוני, בהתחשב בתנאים הגאופוליטיים במזרח התיכון.



Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

המינוף צפוי להישאר נמוך, עם יתרת מזומן גדולה למימון רכישות, אף על פי שתזרים המזומנים התפעולי החופשי (FOCF) עשוי להיות שלילי ב-2018-2019 בשל השקעות גדולות וצורכי הון חוזר.
רפאל פועלת במינוף נמוך מאד, וממנת את רוב פעילותה באמצעות מקדמות מלקוחות, כמעט ללא שימוש במסגרות אשראי בנקאי. בשנתיים הקרובות צפוי היחס המתואם חוב ל-EBITDA להישאר נמוך מ-2x ויחס ה-FFO (funds from operations) לחוב צפוי להישאר מעל 45%, היות שלחברה צפויות חלויות חוב והיא אינה מתכננת להנפיק חוב חדש. החברה נמצאת כרגע בתנופת השקעות ומשום כך אנו צופים שה-FOCF עשוי להיות שלילי עד סוף 2019, ולחזור להיות חיובי החל מ-2020. כמו כן, אנו צופים שהחברה תשקיע חלק מכספי האג"ח ברכישות של חברות בשנים הקרובות, בעיקר בארה"ב.

שינויים בתקציב הסיוע האמריקאי יצרו סיכון בטווח הבינוני-ארוך
לפי תנאי הסכם הסיוע הצבאי החדש של ישראל מול הממשל האמריקאי שנכנס לתוקף באוקטובר 2018, ארה"ב תספק לישראל סיוע בהיקף של 38 מיליארד דולר על פני 10 שנים (33 מיליארד דולר ישמשו לרכישת מערכות צבאיות מחברות זרות ו-5 מיליארד דולר ישמשו לפיתוח מערכות הגנה מטילים במסגרת התעשייה הישראלית המקומית). במסגרת ההסכם החדש, חלקם של כספי הסיוע שישראל תוכל להמיר לשקלים לשם רכישה מהחברות המקומיות יפחת בהדרגה מ-815 מיליון דולר ב-2019 ל-450 מיליון דולר ב-2025 ולאפס ב-2028. כספי הסיוע מהווים מקור מימון משמעותי של משרד הביטחון לצורך רכישת מערכות ביטחוניות. ההסכם החדש יוצר בטווח הבינוני-ארוך סיכון לחברות בתעשייה הביטחונית בישראל, ביניהן רפאל, היות שהוא מעביר את השימוש במימון מישראל לארה"ב. על מנת להתמודד עם סיכון זה, רפאל תצטרך למצוא פתרונות כגון רכישת חברות אמריקאיות או העברת חלק מפעילותה לארה"ב. אם לא תעשה זאת בטווח הקרוב-בינוני, שיעור תקציב הביטחון הישראלי המופנה לחברות אמריקאיות עשוי לגדול משמעותית, והכנסותיה ורווחיה של רפאל ייפגעו.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12-24 החודשים הקרובים תשמור רפאל על פרופיל הסיכון העסקי שלה ברמתו הנוכחית ועל יתרונותיה התחרותיים, כולל יכולות פיתוח ומחקר. אנו מעריכים כי הביקוש של ממשלת ישראל למערכות של רפאל יישמר וכי הביקוש של צבאות זרים למערכות המתקדמות של החברה יהיה יציב או יגדל.

אנו מצפים שהחברה תשמור על יחסים פיננסיים מתואמים של חוב ל-EBITDA נמוך מ-3x ושל FFO לחוב גבוה משמעותית מ-30%. ציפיותינו נשענות על נראות טובה של הכנסות ותזרימי מזומנים מצבר ההזמנות הנוכחי. אנו מצפים גם כי רמת התמיכה היוצאת דופן לרפאל מצד ממשלת ישראל והנכונות של ממשלת ישראל לספק תמיכה זו במידת הצורך יישארו ללא שינוי בשנתיים הקרובות.

התרחיש השלילי

אנו יכולים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תעמוד ביחסים הפיננסיים שציינו לעיל, קרי אם היחס חוב ל-EBITDA יעלה על 3x והיחס המתואם FFO לחוב ירד לכ-30%. תרחיש זה עלול לקרות למשל אם היקף ההשקעות יהיה גבוה משצפינו, או אם ממשלת ישראל תדרוש דיבידנד גבוה משמעותית משהנחנו. אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית גם אם נעריך שהסבירות לתמיכה יוצאת דופן מצד ממשלת ישראל במידת הצורך השתנתה או אם דירוג מדינת ישראל ירד.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה מתונה בהכנסות בשנתיים הקרובות בשל יציבות בתקציב הביטחון של מדינת ישראל בטווח הקצר.
- שיעור EBITDA מתואם של כ-10% בשנים 2019-2020. אנו מניחים שמבנה העלויות של רפאל יישאר דומה לנוכחי, עם משקל גבוה לעלויות שכר ועלייה בהוצאות מו"פ לשם יצירת ערך עתידי.
- הוצאות הוניות (capex) בהיקף של כ-150 מיליון דולר בשנה, בעיקר לפיתוח מתקני ייצור; צורכי הון חוזר גבוהים שיובילו לעלייה ביחס המתואם חוב ל-EBITDA ל-1.5x-2.0x ב-2018-2020 לעומת פחות מ-1x ב-2017.
- רכישות של חברות אמריקאיות או חברות אסטרטגיות אחרות בהיקף של כ-300 מיליון דולר בשנתיים הקרובות.
- חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות לחברות ממשלתיות בישראל – כ-50% מהרווח הנקי, ללא דיבידנדים מיוחדים.

יחסים עיקריים

	2017A	2018E	2019E
EBITDA/חוב	0.6	1.6-1.4	1.9-1.7
חוב/FFO	151.5%	65%-55%	60%-45%
שיעור EBITDA	10.2	11-9	11-9

A-בפועל. E-צפוי

תיאור פעילות החברה

רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("רפאל") היא חברה ישראלית המפתחת ומייצרת מערכות לחימה מתקדמות. רפאל היא אחת החברות הגדולות בתעשייה הביטחונית בישראל, נמצאת בבעלות מלאה של מדינת ישראל (+AA-/Stable/A-1) והיא המעסיק הגדול ביותר בצפון הארץ (כ-7,500 עובדים). לרפאל שלוש חטיבות עיקריות: חטיבת אוויר ומודיעין, חטיבת מערכות עליונות אווירית וחטיבת מערכות יבשה וים.

כמחצית מצבר ההזמנות של רפאל מקורו במשרד הביטחון הישראלי, והשאר מקורו בצבאות ברחבי העולם. אזורי הפעילות המרכזיים של רפאל בחו"ל הם הודו, אירופה וארה"ב.

מתחרותיה העיקריות של רפאל הן התעשייה האווירית לישראל בע"מ (ilAA/Stable) ואלביט מערכות בע"מ (שהתמזגה לאחרונה עם תע"ש).

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי שלנו מבוססת על יכולותיה הטכנולוגיות הגבוהות של רפאל, והעובדה שהיא מייצרת מערכות בעלות עליונות טכנולוגית על פני המתחרים. הערכתנו נתמכת גם במעמדה של רפאל כספק ראשי של מערכות ההגנה המספקת את הידע והטכנולוגיה, תוך שיתוף פעולה עם גורמים חיצוניים.

המערכות שמייצרת רפאל הן בין מערכות ההגנה האסטרטגיות ביותר לביטחון מדינת ישראל, שרשמו הצלחה מוכחת במערכות לחימה, ונכון להיום נחשבות חסרות תחליף. בין מערכות ההגנה הידועות של החברה ניתן למנות את כיפת ברזל, קלע דויד, ספייק ומעיל רוח. אנו סבורים כי למערכות של רפאל תמשיך להיות חשיבות רבה עבור משרד הביטחון הישראלי לאור אי היציבות הגיאופוליטית במזרח התיכון. עובדה זו תומכת ביציבות ובנראות של הכנסותיה.

יתרונות אלו מתקזזים במידת מה על ידי נגישות בינלאומית מוגבלת בהשוואה למתחרות בינלאומיות. זאת בשל מגבלות על קשרים עם מדינות מסוימות ובשל העדפה ברורה של יצרנים מקומיים על ידי לקוחות בחו"ל. סוגיות גיאופוליטיות, רגישות ביטחונית לזליגת יכולות טכנולוגיות ודרישות סודיות של משרד הביטחון הישראלי מונעים

לעתים יצוא מערכות או השתתפות של רפאל במכרזים. בארה"ב החברה יכולה לפצות על מגבלות אלו באמצעות חברות בנות בארה"ב ושיתופי פעולה עם יצרניות מקומיות גדולות, כשם שעושות חברות לא אמריקאיות אחרות.

בשנת 2018 הגיע צבר ההזמנות של רפאל לכ-6.5 מיליארד דולר, בהשוואה לכ-6 מיליארד דולר ב-2017, גידול שנתמך בעסקה שנחתמה לאחרונה עם צבא ארה"ב לאספקת מערכות מעיל רוח ובביקוש גבוה לטילי ספייק. צבר ההזמנות מספק נראות טובה של הכנסות על פני כ-2.5-3 שנים. להערכתנו, החברה יכולה לשמור על רמת הצבר הנוכחית בטווח הקרוב, בהנחה כי תקציב הביטחון הישראלי יישאר יציב או יגדל. אנו צופים גידול הדרגתי מתון בעיקר מצד ההזמנות הבינלאומיות. בטווח הבינוני, הירידה ההדרגתית בחלקו של תקציב הסיוע האמריקאי המיועד לרכישות ביטחוניות בישראל במטבע המקומי (המוגדר בחבילת הסיוע לישראל לעשר השנים הקרובות) תאלץ את רפאל לפתח פעילות בארה"ב באמצעות רכישה של חברות אמריקאיות והעברת פעילויות ייצור לשטח ארה"ב.

הרווחיות של רפאל ממוצעות לענף אולם בקצה הנמוך של הטווח, כמתבטא בשיעור EBITDA מתואם של כ-11%. הוצאות השכר מהוות חלק משמעותי מסך ההוצאות של החברה, והוצאות המחקר והפיתוח גבוהות יחסית לחברות השוואה גלובליות, והיקפן כ-8%-9% מהכנסות החברה. על אף שתכניות פיתוח חדשות המבוססות על הזמנות של משרד הביטחון הישראלי נעשות ברווחיות תפעולית נמוכה יחסית, הן מקנות לחברה עליונות טכנולוגית ארוכת טווח בהמשך.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של החברה משקף מינוף נמוך מאד, כמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA נמוך מ-1.5x וביחס FFO לחוב של כ-60% ב-2018, על פי התחזית שלנו. להערכתנו צפויה עלייה מסוימת במינוף בשנתיים הקרובות בשל תכניות השקעה, בין היתר צפי לרכישת חברות אמריקאיות, השקעות הוניות (capex) להרחבת ושיפור מתקנים קיימים וגידול מסוים בהוצאות מו"פ. עם זאת, אנו מאמינים שגם בהינתן עלייה מסוימת במינוף והרעה ביחסי הכיסוי, הפרופיל הפיננסי של החברה חזק דיו להישאר בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי עם מרווח מספק, ויחס המינוף יישאר נמוך מ-2.0x.

אנו צופים כי החוב המתואם של רפאל בשנים 2018-2019 יהיה כ-1.3-1.5 מיליארד ₪ (כ-350-400 מיליון דולר), לעומת 400 מיליון ₪ (כ-110 מיליון דולר) בסוף 2016, בעקבות הנפקת אג"ח בהיקף של 1.5 מיליארד ₪ (כ-400 מיליון דולר) בשוק ההון הישראלי בפברואר 2017.

בהנחה של שנתיים נוספות של גידול בצורכי ההוצאות ההוניות, אנו צופים כי תזרים המזומנים החופשי (FOCF) עשוי להיות שלילי בשנתיים הקרובות, בהשוואה לתזרים חיובי של 300-400 מיליון ₪ לשנה בעבר. מאידך, אנו צופים שלאחר שיסתיים שלב ההשקעות (ככל הנראה ב-2020), החברה תמשיך לייצר תזרימי מזומנים חיוביים איתנים, שיתמכו בהורדת מינוף מעבר לרמתו הנוכחית. עיקר ההתאמות שלנו לחוב נובעות

מהתחייבויות פנסיוניות. לצורך חישוב החוב המתואם אנו מנכים רק חלק מיתרת המזומנים של רפאל. החלק הנוסף מקורו במקדמות מלקוחות שמולם קיימות ערבויות ביצוע בנקאיות שאנו לא מכלילים במסגרת החוב הפיננסי מאחר והן חלק מהפעילות השוטפת של החברה.

נזילות: חזקה

אנו מעריכים את נזילות רפאל כ'חזקה'. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות לשימושים של החברה ב-12 החודשים הבאים יהיה מעל *2x*. הערכה זו כוללת את יתרת המזומנים ואת תזרימי המוזמנים שהחברה מייצרת. אנו צופים כי לחברה יהיה עודף מקורות על שימושים גם אם ה-EBITDA יקטן ב-30% בהשוואה לתרחיש הבסיס התפעולי שלנו, וסבורים כי קיים מרווח מספק של מעל 30% ביחס להתניות הפיננסיות של החברה.

הערכת הנזילות שלנו מביאה בחשבון גם את העובדה שרפאל אינה משתמשת כמעט במסגרות אשראי בנקאיות למימון זמן קצר אלא במקדמות הגדולות שהיא מקבלת מלקוחות כמקור המימון העיקרי שלה (ב-30 בספטמבר, 2018, עמדה יתרת המקדמות מלקוחות על מעט יותר מ-3 מיליארד ₪). מסגרות האשראי הבנקאיות משמשות להנפקת ערבויות ביצוע כנגד מקדמות מלקוחות, ואילו שוק ההון המקומי משמש למימון צורכי זמן ארוך נוספים ואנו מעריכים כי לרפאל נגישות טובה אליו.

המקורות והשימושים העיקריים של רפאל ל -12 החודשים שמתחילים ב-1 ליולי 2018 הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• יתרת מזומנים של כ-700 מיליון ₪, לאחר ניכוי חלק מהמקדמות מלקוחות. • FFO (funds from operation) תזרימי של 750-800 מיליון ₪.	• חלויות שוטפות של חוב זמן ארוך בסך כ-63 מיליון ₪ ב-12 החודשים הקרובים. • השקעות הוניות של כ-500 מיליון ₪ לשנה. • חלוקת דיבידנדים של כ-100 מיליון ₪ שהחברה הכריזה עליה, בהתאם למדיניות הדיבידנדים של חברות ממשלתיות בישראל; • תנודות בהון החוזר של כ-100 מיליון ₪.

ניתוח התניות

לרפאל מספר התניות פיננסיות, כולל עמידה בהון עצמי מינימלי, יחסי מינוף ויחס כיסוי. נכון ל-30 בספטמבר, 2018, רפאל עומדת בכל ההתניות הפיננסיות. תחת תרחיש הבסיס שלנו, החברה תמשיך לעמוד בהתניות הפיננסיות בטווח התחזית שלנו עם מרווח מספק.

תמיכה ממשלתית יוצאת דופן

אנו מעריכים כי קיימת סבירות 'גבוהה' שרפאל תזכה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן מספקת ובזמן אם תזדקק לה, ולפיכך הדירוג הסופי של החברה הוא 'ilAAA'. הערכתנו מבוססת על:

- חשיבותה הרבה של החברה למדינת ישראל, בזכות המגוון הרחב של מוצריה הצבאיים, שחלקם נחוצים למשרד הביטחון. מבחינה זו, הקשר בין שתי הישויות הוא מעבר לעובדה שמחצית ממכירות רפאל הן למדינה.
- קשר חזק של החברה למדינת ישראל, המחזיקה בבעלות מלאה ברפאל. מתוקף בעלות זו, יש למדינה משקיף מטעמה בדירקטוריון והיא יכולה להשפיע באופן ישיר או בלתי ישיר על קבלת החלטות אסטרטגיות ופיננסיות. בהקשר זה, מדיניות הדיבידנדים של רפאל נקבעת על ידי המדינה, שיכולה להפחית או להעלות את דרישותיה. אנו מאמינים כי למדינה יש אינטרס לשמור על היציבות הפיננסית של רפאל ועל ביצועיה השוטפים הטובים. בהתחשב בעובדה שתוכנית ההשקעות של רפאל אושרה על ידי הדירקטוריון, אנו מצפים שהממשלה תקל במדיניות הדיבידנדים אם מדיניות זו תיצור לחץ פיננסי על רפאל.

הערכתנו לתמיכה ממשלתית אינה כוללת את ההשפעה באמצעות סבסוד הוצאות מו"פ (מאפיין שכיח בתעשייה הביטחונית), חוזים מסייעים או גישה למימון מועדף. מאידך, הממשלה מטילה מגבלות רבות על החברה, בין השאר על יצוא טכנולוגי ועל רכישת חברות בחו"ל. גורמים אלו משולבים כבר בדירוג העצמאי של החברה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

נזילות: חזקה (ניטרלי)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: חיובי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב- CW, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים) 'D' כשל פירעון) ו 'SD'-כשל פירעון סלקטיבי(, 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים Corporate Methodology , 19 בנובמבר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות בענף התעופה ותעשיית הנשק, 25 במרץ, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings , 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-10 בינואר, 2019)	
רפאל מערכות מתקדמות בעמ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ינואר 16, 2018	ilAAA\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	16:20 10/01/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:20 10/01/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.