רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

11 ביוני, 2020

הנפקה חדשה

מתן דירוג טווח קצר 'ilA-1+' להנפקת ניירות ערך מסחריים בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

David Matthews, לונדון, 44-20-7176-3611 david.matthews@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

הנפקה חדשה

מתן דירוג טווח קצר 'ilA-1+' להנפקת ניירות ערך מסחריים בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג טווח קצר 'ilA-1+' לניירות ערך מסחריים בהיקף של עד 500 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי רפאל מערכות מתקדמות בע"מ (ilAAA/Stable/ilA-1+). תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב ולצרכיה השוטפים של החברה.

קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שננקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מיום 12 בינואר, 2020.

פרטים כלליים (נכון ל-11 ביוני, 2020)	
רפאל מערכות מתקדמות בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח קצר	ilA-1+
טווח ארוך	ilAAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
ניירות ערך מסחריים	
נע"מ עד 500 מיליון ש"ח	ilA-1+
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ינואר 16, 2018	ilAAA\Stable
טווח קצר	
פברואר 28, 2019	ilA-1+
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	17:49 11/06/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:49 11/06/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

Maalot
S&P Global Ratings

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

.....

12 בינואר, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

David Mathews, לונדון, 361144-20-7176- david.mathews@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג: יציבה 4
התרחיש השלילי 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 7
התאמות לדירוג 8
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 8

רפאל מערכות מתקדמות בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilAAA/Stable/ilA-1+

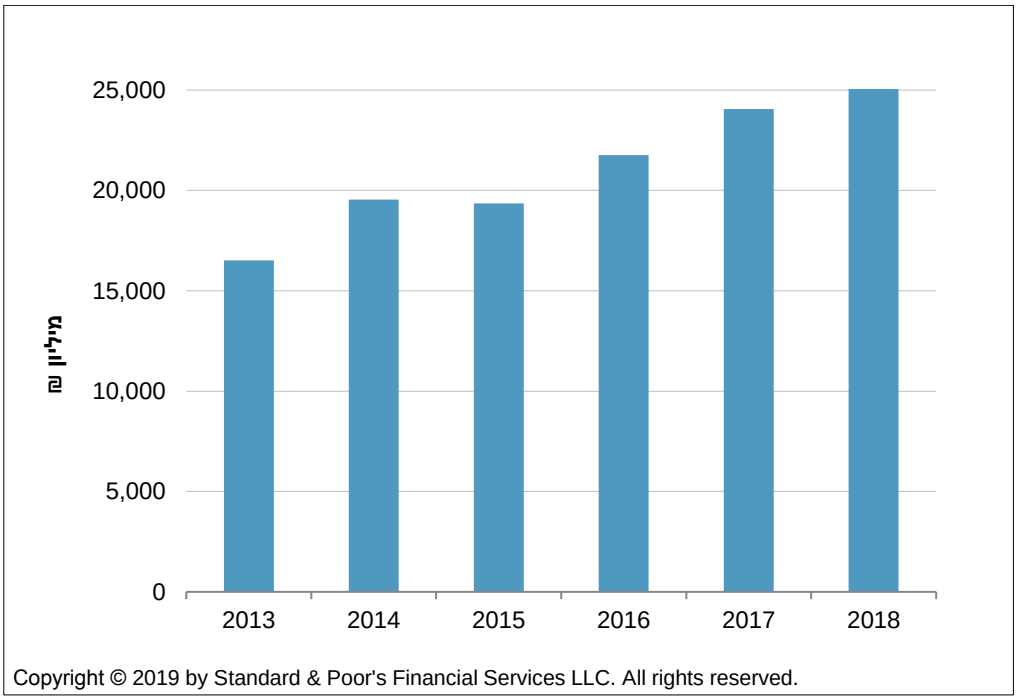
תמצית

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 (funds from operations) לחוב גבוה מ-45%. • תמיכה ממשלתית אפשרית בשל חשיבותן של מערכות רפאל למדינת ישראל.	• היקף פעילות מצומצם 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.

בשנים הקרובות אנו צופים נראות טובה של הכנסות בשנים הקרובות, הנתמכת בביקוש גבוה למוצרי החברה, בגידול מתמשך בצבר ההזמנות ובמיזוגים ורכישות. צבר ההזמנות החתומות של רפאל מערכות מתקדמות בע"מ ("רפאל") המשיך לגדול בשנים האחרונות, והגיע לכ-6.55 מיליארד דולר בספטמבר 2019. צבר הזמנות זה מספק לרפאל הכנסות נאות בשנתיים-שלוש הקרובות. בדצמבר 2019 זכתה רפאל במכרז מסווג של משרד הביטחון לאספקת מערכות מודיעין בהיקף של מיליארדי שקלים. אורך החוזה מוערך ב-20 שנה, והוא כולל פיתוח ואספקה של מערכות לאיסוף מידע ושל מערכות פיקוד ובקרה. המערכות ישרתו את חיל האוויר, את חיל המודיעין ואת זרוע היבשה של צה"ל. הביקוש של משרד הביטחון הישראלי למוצרי רפאל ממשיך להיות גבוה.

בינואר 2019 רכשו רפאל ואביחי סטולרו את חברת המל"טים הישראלית אירונאוטיקס, במטרה להתחרות באלביט מערכות בתחום המל"טים. מחיר העסקה הסופי היה 850 מיליון ₪, והוא משקף פרמיה של 70% על שווי החברה בבורסה. עם השלמת העסקה, נמחקה אירונאוטיקס מהמסחר בבורסה והפכה לחברה פרטית. רפאל מימנה את חלקה ברכישה, כ-400 מיליון ₪, במזומן. בה בעת רכשה רפאל גם 50% מכנפית, חברה לייצור חומרים מרוכבים המשמשים לייצור מל"טים, תמורת 80 מיליון ₪ במזומן (בשווי כולל של 160 מיליון ₪).

צבר ההזמנות של רפאל 2013-2018



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 להישאר שלילי בטווח הקרוב 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 לחוב צפוי להישאר מעל 45%, היות שלחברה צפויות חלויות חוב והיא אינה מתכננת להנפיק חוב חדש. החברה נמצאת כרגע בתנופת השקעות ואנו צופים מספר השקעות בשנתיים הקרובות. משום כך אנו צופים שה-FOCF יישאר שלילי עד סוף 2019, ולחזור להיות חיובי החל מ-2020.

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. ההסכם החדש יוצר סיכון לחברות בתעשייה הביטחונית בישראל, ביניהן רפאל, היות שהוא מעביר את השימוש במימון מישראל לארה"ב. על מנת להתמודד עם סיכון זה בטווח הבינוני-ארוך, רפאל תצטרך למצוא פתרונות כגון רכישת חברות אמריקאיות או העברת חלק מפעילותה לארה"ב. אם לא תעשה זאת, 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 צופים 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 צופים 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 עשויים 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 שיעור ה-EBITDA המתואם יפחת משמעותית מ-10%, 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 של 5%-6% בהכנסות בשנתיים הקרובות.
- שיעור EBITDA מתואם של כ-9%-10% בשנים 2019-2020. אנו מעריכים 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-2019-2020 לעומת 1.2x ב-2018.
- רכישות של חברות אמריקאיות או חברות אסטרטגיות אחרות בהיקף של כ-200 מיליון דולר בשנתיים הקרובות.
- חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות לחברות ממשלתיות בישראל – כ-50% מהרווח הנקי. ב-2019 חילקה רפאל דיבידנד של 260 מיליון דולר מרווחי 2017-2018 ודיבידנד מיוחד נוסף של 100 מיליון ₪. החברה תנכה דיבידנד מיוחד זה מהדיבידנדים של שלוש השנים הקרובות. חלוקות אלו, יחד עם הרכישות האסטרטגיות של אירונאוטיקס וכנפית, הקטינו את יתרות המזומנים של החברה, אולם משרד הביטחון

חייב לרפאל 700 מיליון ₪, אותם תשלם הממשלה החדשה לאחר הבחירות. לפיכך, אנו צופים קבלת מזומנים אלה במחצית הראשונה של 2020.

יחסים עיקריים

	2018A	2019E	2020E
EBITDA/חוב	1.2x	1.8x-1.7x	2.0x-1.5x
חוב/FFO	78.3%	~50%	60%-50%
שיעור EBITDA	8.9x	10x-9x	10x-9x

A-בפועל. E-צפוי

תיאור פעילות החברה

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 כספקית ראשית של מערכות הגנה, 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 מונעות 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.

בספטמבר 2019 הגיע צבר ההזמנות של רפאל לכ-6.55 מיליארד דולר, והוא מספק נראות טובה של הכנסות בשנתיים-שלוש הבאות. בדצמבר 2019 זכתה רפאל במכרז מסווג של משרד הביטחון לאספקת מערכות מודיעין בהיקף של מיליארדי שקלים. אורך החוזה מוערך ב-20 שנה, והוא כולל פיתוח ואספקה של מערכות לאיסוף מידע ושל מערכות פיקוד ובקרה. המערכות ישרתו את חיל האוויר, את חיל המודיעין ואת זרוע היבשה של צה"ל.

להערכתנו, רפאל 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 ממוצעת לענף אולם בקצה הנמוך של הטווח, כמתבטא בשיעור EBITDA מתואם של כ-9%. 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, אנו מעריכים כי הן יקנו לחברה עליונות טכנולוגית ארוכת טווח בהמשך.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של החברה משקף מינוף נמוך מאד, כמשתקף ביחס מתואם חוב ל-EBITDA של כ-1.7x וביחס FFO לחוב של כ-50% ב-2019. איננו צופים ירידה משמעותית במינוף בשנתיים הקרובות, בשל תכניות השקעה הכוללות בין היתר צפי לרכישת חברות אמריקאיות, השקעות הוניות (capex) להרחבת ושיפור מתקנים קיימים, צורכי הון חוזר צפויים 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, ואנו צופים כי יחס המינוף יישאר נמוך מ-2x.

אנו צופים כי החוב המתואם של רפאל בשנים 2019-2020 יהיה כ-1.5 מיליארד ₪ (כ-430 מיליון דולר). רפאל שילמה במזומן סך של 480 מיליון ₪ על רכישת אירונאוטיקס וכנפית.

ב-2019 השקיעה רפאל כ-900 מיליון ₪ בציוד ומבנים, דבר שהשפיע לרעה על תזרים המזומנים החופשי שלה (FOCF). להבנתנו, שלב התחזוקה הזה צפוי להסתיים השנה, והחברה תחזור בהדרגה לתזרים חיובי. עיקר ההתאמות שלנו לחוב נובעות מהתחייבויות פנסיוניות. לצורך חישוב החוב המתואם אנו מנכים רק חלק מיתרת המזומנים של רפאל, משום שהיא מנפיקה ערבויות ביצוע כנגד מקדמות מלקוחות.

נזילות: חזקה

אנו מעריכים את נזילות רפאל כ'חזקה'. אנו מעריכים כי היחס בין המקורות (כולל יתרות מזומנים ותזרים מזומנים חזוי) לשימושים של החברה ב-12 החודשים הבאים יעלה על 2x. אנו צופים גם 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, 2019, עמדה יתרת המקדמות מלקוחות על מעט פחות מ-3 מיליארד ₪. מסגרות האשראי הבנקאיות משמשות את רפאל 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 שהחלו ב-1 באוקטובר, 2019:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• יתרת מזומנים של כ-600 מיליון ₪, לאחר ניכוי חלק מהמקדמות מלקוחות. • FFO תזרימי של 800 מיליון ₪.	• חלויות חוב של כ-142 מיליון ₪. • השקעות הוניות של כ-600 מיליון ₪ לשנה.

ניתוח התניות

לרפאל מספר התניות פיננסיות, כולל עמידה בהון עצמי מינימלי, יחסי מינוף ויחס כיסוי. נכון ל-30 בספטמבר, 2019, 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 עקיף 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: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019

- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-12 בינואר, 2020)	
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	16:05 12/01/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:05 12/01/2020
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.