

**רפק תקשורת ותשתיות בע"מ**

A2	דירוג ISSUE - אג"ח (סדרה 3)
----	-----------------------------

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה 3) בסך של עד 100 מיליון ₪ שתנפיק רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("החברה"). האג"ח יפרעו בחמישה תשלומים שנתיים בשנים 2010-2014, הריבית תפרע מדי חצי שנה החל במאי 2008. הריבית והקרן צמודות למדד. תמורת ההנפקה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה לרבות תאגידי מוחזקים על ידי החברה.

**פרופיל החברה**

רפק תקשורת ותשתיות בע"מ (להלן: "רפק" או "החברה") היא חברה ציבורית המחזיקה ישירות ובאמצעות חברות בת בבעלותה המלאה (להלן: "קבוצת רפק" או "הקבוצה"), בחברות הפועלות בשלושה מגזרים: תקשורת, תשתיות, וייצוג וייעוץ בתחום השידור ובתחום הביטחוני (להלן: "קבוצת רפק" או "הקבוצה").

החברה היא בעלת שליטה באחזקותיה, כולן פרטיות פרט לאחזקה העיקרית והמהותית- אר.אר סאט גלובל קומיוניקיישנס נטוורק בע"מ (להלן: "אר.אר" - 35.2% מזכויות ההון) המספקת שירותי הפצת שידורים וניהול תכני שידור לרשתות טלוויזיה ורדיו. אר.אר מוחזקת באמצעות ציוד הנדסי דל-תה בע"מ (להלן: "דלתה", 100%). הכנסות אר.אר במחצית הראשונה של שנת 2007 הסתכמו בכ- 27.9 מיליון דולר לעומת כ-19.7 מיליון דולר בתקופה המקבילה. אר.אר הוקמה בשנת 1981 ע"י דוד ריבל המכהן כמנכ"ל שלה ומחזיק בכ-12.8% ממניותיה. בין דוד ריבל לדלתה יש הסכם בין בעלי מניות, מכוחו מוקנית לדלתה שליטה באר.אר. אר.אר הונפקה לראשונה בנאסד"ק בנובמבר 2006 וגייסה כ-47 מיליון דולר. יתר מניות אר.אר מוחזקות על ידי קרדן תקשורת בע"מ (כ-24.5%) ועל ידי הציבור (כ-27.5% נוספים).

מגזר התקשורת תרם כ-59% מהכנסות הקבוצה בחציון הראשון של שנת 2007, מזה אר.אר תרמה כ-55%, והיתר טי.בי.סי. טלקום בע"מ (להלן: "טי.בי.סי", 50%) שמפיצה בישראל ציוד תקשורת של לוסנט. במהלך הרבעון השלישי רכשה רפק את טק דטה ישראל (טי.די.) בע"מ (להלן: "טקדטה", 100%) תמורת כ-30 מיליון ₪, סך ההכנסות של טקדטה בשנת 2006 היה כ-209 מיליון ש"ח, ברווחיות תפעולית נמוכה מ-1%.

מגזר התשתיות כולל את ג'נרל מהנדסים בע"מ (להלן: "ג'נרל", 100%) אשר מייצגת בישראל את ג'נרל אלקטריק, מוכרת חלקי חילוף לתחנות כח לייצור חשמל מתוצרתה, ומספקת ייעוץ בפרויקטים אלה. ג'נרל פועלת ישירות ובשרשור בתחומים נוספים: ציוד אוטומציה ובקרה לתעשייה, ציוד תאורה ומיתוג. בינואר 2007 הגדילה רפק את אחזקותיה בג'נרל מ-50% ל-100% בעסקה עם השותפים לשליטה עד אז – חברת השקעות דיסקונט בע"מ תמורת כ-10 מיליון ש"ח. אחזקה נוספת בתחום הינה דלתה אלקון מוצרים מכאניים בע"מ (להלן: "אלקון", 50% מההון, שליטה בזכויות ההצבעה) העוסקת ביבוא מיסבים ומוצרים מכאניים לתעשיית הכבדה והקלה. מגזר התשתיות תרם 38% מהכנסות הקבוצה בחציון הראשון של שנת 2007, מזה תרמה ג'נרל כ-31%.

**מחברות:**

עינת ירחי  
אנליסטית  
[einat.yarhi@midroog.co.il](mailto:einat.yarhi@midroog.co.il)

סיגל יששכר  
ראש צוות בכיר  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

אביטל בר דיין, סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידיים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

**מידרוג בע"מ**

מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תקציר זה מתייחס למבנה  
הנפקה בהתבסס על נתונים  
שנמסרו למידרוג עד  
1.11.2007.

אם יחולו שינויים במבנה  
ההנפקה, תהיה למידרוג  
הזכות לדון שנית בדירוג  
ולשנות את הדירוג שניתן.  
רק לאחר שיומצא למידרוג  
עותק מכל המסמכים  
הסופיים הקשורים באגרות  
החוב, ייחשב הדירוג שניתן  
על ידי מידרוג כתקף,  
ומידרוג תפרסם את הדירוג  
סופי ואת תמציתו של דוח  
הדירוג.

פעילות הקבוצה במגזר הייצוג והייעוץ כולל ייצוג של תאגידים זרים בתחום השידור ובתחום הביטחוני ומתן שירותי ייעוץ ללקוחותיהם בישראל, וזאת בין היתר באמצעות דלתה מערכות מיסודה של ציוד הנדסי דלתה בע"מ (להלן: "דלתה מערכות", שליטה בשותפות), וטרנס מערכות בטחון וטכנולוגיות בע"מ (להלן: "טרנס", 100%). בנוסף לתחומי הפעילות המתוארים לעיל לחברה גם הכנסות מנכסי נדל"ן מניבים בבעלותה.

רפק התאגדה בשנת 1964 תחת השם רפק אלקטרוניקה בע"מ ומניותיה הונפקו לציבור בשנת 1978. החברה פעלה בתחומי האלקטרוניקה המקצועית באמצעות חברות כלולות אשר נמכרו בשנת 2005, ובתום שנה זו העבירה אליה בעלת השליטה בה את דלתה בעסקה להחלפת מניות, מאז גדלו מאוד נפחי הפעילות של הקבוצה משום שדלתה שולטת באר.א, וגם באלקון, דלתה מערכות וטרנס. בפברואר 2007 שינתה רפק את שמה לשמה הנוכחי. שווי רפק בבורסה למועד הדוח הינו כ- 353 מיליון ₪.

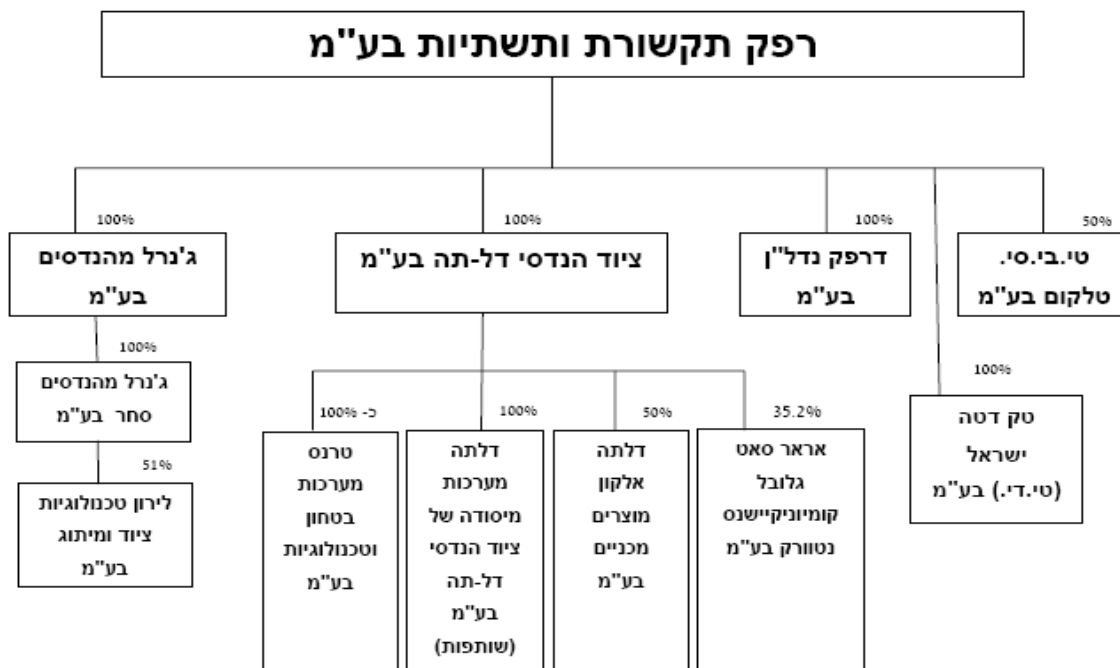
במהלך חודש אוקטובר 2007 השלימה רפק הנפקה נוספת של מניות לציבור המהוות כ- 10.65% מההון המונפק והנפרע של רפק ומזכויות ההצבעה בה לאחר ההנפקה, וכן כתבי אופציה למניות. תמורת ההנפקה מסתכמת בכ- 40 מיליון ש"ח (כ- 39 מיליון ש"ח לאחר ניכוי הוצאות). אם ימומשו כל כתבי האופציה עשויה החברה לקבל עד למאי 2008 סכום נוסף של כ- 17 מיליון ₪.

כ-71.13% ממניות רפק מוחזקות ע"י אינטרגאמא חברה להשקעות בע"מ (להלן: "אינטרגאמא"), וביתר מחזיק הציבור. אינטרגאמא הינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. בעל השליטה באינטרגאמא הוא מר תנחום אורן (כ-54% מזכויות ההון, כ-64% מזכויות ההצבעה) המכהן כמנכ"ל אינטרגאמא וכיו"ר דירקטוריון רפק. סגן יו"ר דירקטוריון רפק הוא מר אלכס מילנר אשר שימש מנכ"ל רפק עד שהוחלף בתחילת 2007 ע"י רון אורן, בנו של תנחום אורן. עוד מחזיקים באינטרגאמא: פ.י.בי.י. בית השקעות בע"מ (28%, 17%), קרנות נאמנות הראל (13.5%, 14%) והציבור (4.5%, 5%).

**רפק (סולו מורחב), נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪**

במיליוני ש"ח	6.07	12.06	12.05
שווי תיק השקעות (אר.אר - לפי שווי שוק)	566	420	ל.ר.
שווי תיק השקעות בספרים	161	140	69
הון עצמי	116	144	73
סך מאזן	169	156	98
שיעור הון עצמי לסך מאזן	69%	92%	75%
חוב פיננסי	42	0	0
יתרות נזילות	3	13	17
חוב פיננסי נטו (עודף מזומנים)	39	(6)	(17)
רווח נקי בדוחות המאוחדים, לתקופה	10	81 <sup>(1)</sup>	18

<sup>(1)</sup> הרווח הנקי כולל 65 מיליון ₪ רווח הון בגין הנפקתה של אר.אר בנאסד"ק



## בעלות ניהול ואסטרטגיה

**בעלת השליטה ברפק היא אינטרגאמא הנשלטת בידי מר תנחום אורן שמשמש בתפקידי ניהול. להערכת מידרוג שכבת ההנהלה צרה וריכוזית וקיימת תלות באנשי מפתח**

אינטרגאמא עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בשליטתה בתחומי מסחר, צילום והדמיה ונדל"ן (וכן היא בעלת שליטה ברפק וב-או.אר.טי.). רפק מהווה אחזקה מהותית בקבוצת אינטרגאמא, הן בבחינת התוצאות הכספיות והן בתרומתה לשווי הנכסי של אינטרגאמא. חברה מהותית נוספת בקבוצת אינטרגאמא היא או.אר.טי טכנולוגיות בע"מ (להלן: "או.אר.טי.", 56% מהון המניות) שעוסקת באמצעות חברות בשליטתה בפיתוח, ייצור ושיווק מערכות ומוצרים מתוחכמים לניהול תדלוק וניהול רשת תחנות דלק, ניהול ציי רכב, ואמצעי תשלום אלקטרוניים. או.אר.טי הינה חברה ציבורית, ונסחרת לפי שווי של כ-266 מיליון ₪ למועד הדוח. שווי השוק של אינטרגאמא למועד הדוח הינו כ-458 מיליון ש"ח.

הנהלת קבוצת אינטרגאמא, לרבות רפק, כוללת שכבת ניהול צרה, המסתמכת בראש ובראשונה על מר תנחום אורן ועל מר רון אורן, ולהערכת מידרוג יש לה תלות במר תנחום אורן, קשריו העסקיים וניסיונו.

שם	תפקיד	שנים בתפקיד	מידע נוסף
תנחום אורן	יו"ר דירקטוריון רפק מנכ"ל אינטרגאמא	10 שנים 30 שנים	במקביל מכהן בתפקידי דירקטור בחברות בקבוצת אינטרגאמא ובחברות נוספות
אלכס מילנר	סגן יו"ר רפק, יו"ר דלתה	כשנה כשנתיים	במקביל: מנכ"ל או.אר.טי (מקבוצת אינטרגאמא). שימש מנכ"ל רפק בשנים 2006 – 1989
רון אורן	מנכ"ל רפק	כשנה	לפני כן שימש סמנכ"ל פיתוח עסקי
דוד ריבל	מנכ"ל או.אר.	16 שנים	ייסד את או.אר. בשנת 1981 ומאז משמש בתפקידו
גלעד רמות	יו"ר או.אר. מנכ"ל דלתה	שש שנים שמונה שנים	לפני כן שירת בצה"ל (תא"ל במיל).
אורן גיזנפלד	מנכ"ל גינרל	שנתיים	לפני כן מנהל תחום החשמל בגינרל במשך כשנתיים. בעבר ניהל חברה שעסקה בייצוג וייעוץ בתחום זה

### **מעורבות גבוהה בפיתוח העסקי באר. אר.**

רפק באמצעות דלתה מעניקה שירותי ניהול לאר. אר ובמסגרתם לוקחת חלק בפעילות השוטפת באר. אר וגם מעורבת בתהליכי פיתוח וייזום עסקי. מנכ"ל ומייסד אר. אר, דוד ריבל, מחזיק ישירות ובשרשר בכ- 12.8% מהמניות, ולפי הסכם בינו לבין דלתה, העניק לדלתה יפויי-כח בלתי חוזר להצביע מכוח מניותיו באסיפות כלליות של בעלי המניות של אר. אר, בכל הנוגע למינוי דירקטורים באר. אר, העברתם מכהונתם, מילוי מקומם ו/או החלפתם, (כשבמקביל הוא משמש דירקטור באר. אר), והכל כל עוד שיעור האחזקה של שני הצדדים במניות אר. אר עולה על 47% (כיום: כ- 48%) ועד שנתיים מתום כהונתו של דוד ריבל כמנכ"ל אר. אר. יו"ר דירקטוריון אר. אר הינו מר גלעד רמות המכהן בתפקידי מפתח בקבוצת דלתה מזה שנים ארוכות. לפי הסכם הניהול בין אר. אר, דלתה וקרדן: דלתה זכאית לדמי ניהול בסך 235 אלף דולר לשנה. דלתה מצידה מעבירה לאינטרגאמא סך של עד 2.5 מיליון ש"ח בכל שנה עד 2010, לפי הסכם בין שתי החברות (עד דצמבר 2005 הייתה דלתה מוחזקת ישירות ע"י אינטרגאמא).

### **רפק מתכוונת לחזק את תחומי הפעילות הקיימים, תוך השקעה בפעילויות עסקיות קיימות או במיזמים חדשים**

בכוונת החברה לאתר הזדמנויות להשקעה בפעילויות בתחומים המשיקים לפעילויות העסקיות הנוכחיות. במסגרת זו נרכשו לאחרונה מלוא המניות של טקדטה המשוקת בישראל מוצרים של יצרנים כגון סיקו ומיקרוסופט, ומספקת רכיבי מחשב, תוכנה, מוצרי תקשורת ומוצרים מתכלים. במקביל, בכוונת החברה לעשות שימוש בידע, והניסיון הנצבר אצל דרגים מקצועיים בקבוצת אינטרגאמא כדי להשתתף בהצעות למכרזים בייחוד בתחומי התקשורת והאנרגיה. למשל בהקמתן של תחנות כוח פרטיות, בהרחבת כושר הייצור של חברת החשמל. הקשרים העסקיים שנצברו בשנים ארוכות בהן עוסקת קבוצת אינטרגאמא בייצוג של יצרניות מחו"ל במגוון תחומים יסייעו למטרה זו.

### **אין מדיניות מוצהרת לחלוקת דיבידנד**

לרפק אין מדיניות דיבידנד מוצהרת. בשנים 2005-2006 חילקה רפק דיבידנד בסך כ-9.5 מיליון ₪ בכל שנה. ברבעון השני של שנת 2007 חילקה דיבידנד בסך כ-39 מיליון ₪. יתרת העודפים לחלוקה ליום 2007.6.30 - כ-52 מיליון ₪. בשנים 2005-2006 חילקה אר. אר כ-9 מיליון ₪ בכל שנה, כאשר דלתה קיבלה מחצית מהסכום. במהלך שנת 2007 לא חילקה אר. אר דיבידנדים.

## **להלן תיאור אחזקותיה העיקריות של רפק:**

### **אר. אר סאט גלובל קומיוניקיישנס נטוורק בע"מ (84% מהשווי המותאם של תיק האחזקות)**

אר. אר עוסקת במתן שירותי הפצת שידורים וגם במתן שירותי הפקה וניהול השידור (Playout) בכל רחבי העולם באמצעות לוויינים וסיבים אופטיים. בבעלות אר. אר טלפורט (Teleport) בישראל ובו כ-100 צלחות שידור הקולטות ומשדרות אל כ-50 לוויינים תוכן של כ-295 ערוצי טלוויזיה וכ-80 תחנות רדיו בכ-150 מדינות. אר. אר מספקת את השירותים באמצעות המותג RRSat Global Network ("הרשת הגלובלית") אשר מספקת שירותים באמצעות שילוב של שלושה סוגי תשתיות (1) מקטעי לוויין חכורים, שביניהם מחברים טלפורטים, (2) סיבים אופטיים שביניהם מחברות נקודות שידור יבשתיות (Point of Presence) ו- (3) רשת האינטרנט. תשתית הרשת אינה בבעלות אר. אר, אלא חכורה כולה מספקים רבים, ובעיקר מפעילי לוויינים, בהסכמים למספר שנים. לאר. אר הסכמים גם עם בעלי טלפורטים. שירותי ההפקה בישראל כוללים גם עשר ניידות שידור בבעלותה, ומתן שירותי אולפן ועריכה. ענף מפעילי שירותי הלוויין מאופיין בעודף קיבולת שידור של מקטעי לוויין, עודף המאפיין גם את ענף הכבלים האופטיים.

**אר. אר. לווינים: נתונים כספיים עיקריים, באלפי דולר**

2003	2004	2005	2006	H1 2006	H1 2007	אלפי דולר
14,036	23,767	31,311	43,284	19,704	27,935	הכנסות
5,197	9,702	11,513	15,833	7,277	10,017	רווח גולמי
508	1,383	1,704	1,831	877	1,370	הוצאות מכירה ושיווק
1,306	2,002	2,356	4,588	1,621	2,775	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>3,383</b>	<b>6,317</b>	<b>7,453</b>	<b>9,414</b>	<b>4,779</b>	<b>5,872</b>	<b>רווח מפעולות רגילות</b>
(20)	(1,609)	1,202	(1,071)	(512)	(1,282)	הוצאות (הכנסות) אחרות
1,221	2,756	2,007	3,180	1,708	1,915	מסים על הכנסה
<b>2,182</b>	<b>5,170</b>	<b>4,244</b>	<b>7,305</b>	<b>3,583</b>	<b>5,239</b>	<b>רווח נקי</b>
	7,628	9,213	11,688	5,812	7,259	EBITDA
	32.1%	29.4%	27.0%	29.5%	26.0%	%EBITDA
37.0%	40.8%	36.8%	36.6%	36.9%	35.9%	רווח גולמי %
3.6%	5.8%	5.4%	4.2%	4.5%	4.9%	מכירה ושיווק %
9.3%	8.4%	7.5%	10.6%	8.2%	9.9%	הנהלה וכלליות %
<b>24.1%</b>	<b>26.6%</b>	<b>23.8%</b>	<b>21.7%</b>	<b>24.3%</b>	<b>21.0%</b>	<b>רווח תפעולי %</b>

**צבר הזמנות מול התחייבויות חוץ מאזניות למפעילי הלווינים, במיליוני דולר**

31.12.05	31.12.06	
na	76	התחייבויות לספקי הלווינים
91	114	צבר הזמנות מלקוחות

**אר. אר. פועלת להרחבת שירותי הפצת השידורים**

אר. אר. מציגה צמיחה מתמשכת בהכנסותיה ובכוונתה להמשיך בפעילותה הנוכחית תוך יצירת נוכחות בשווקים בארה"ב ובאסיה ע"י רכישת טלפורטים ומרכזי ניהול שידורים, הרחבת היקף השירותים ללקוחות והתאמתם לטכנולוגיות מתפתחות כגון High Definition TV, ו-Internet Protocol television. בכונת אר. אר. לנצל חלק מתמורת הנפקתה בנאסד"ק על מנת לרכוש פעילות עסקית נוספת וסינרגטית בתחומה.

**אר. אר. סאט - חוזקות**

**מעמד עסקי ייחודי המקנה לה יתרונות אינהרנטיים**

שירותי אר. אר. כוללים (1) קבלת תוכן שידור בסוגים שונים של פורמט, (2) בחירת התשתית באמצעותה יופץ התוכן בכל מקטע ו-(3) שידור בפרוטוקולים שונים, בהתאם לדרוש לצרכן הסופי של שידור הטלוויזיה והרדיו תוך (4) הוספת קול וכתוביות לפי איזור השידור, באופן המאפשר לשבץ פרסומות לפי ארץ היעד (5) השהיית שידור ושידור לפי לוחות שידורים שונים ועוד. חבילת השירות של אר. אר. תפורה לצרכים הייחודיים של כל לקוח.

אר. אר. נהנית ממאפיינים ייחודיים הכוללים יכולת הפצת שידור לכל רחבי העולם באמצעות טלפורט הממוקם ONE HOP<sup>1</sup> מכל לוויין, הצעת חבילת שירות הכוללת אינטגרציה של מערך תשתיות הפצת שידורים, ושירותי ערך מוסף במחיר תחרותי, המבטא את כח המיקוח שיש לאר. אר. מול הספקים. אר. אר. ניצבת במעמד הייחודי שבין ספקי התשתית לבין תחנות השידור, וככזו היא נתפסת "שחקן נייטרלי" בקרב לקוחותיה. כמי שמספקת תשתיות בשירות חיצוני, היא מאפשרת ללקוחותיה, בייחוד הקטנים והבינוניים שבהם, להפיץ שידורים לכל רחבי העולם ללא צורך לייצר התחייבויות בגין רכישה או החכרה של תשתיות, ובכך מסירה עבורם חסם כניסה מהותי.

<sup>1</sup> העברת השידור ישירות ללוויין ב"קפיצה אחת", נובעת ממיקום ישראל בעולם. יש לציין כי יש עוד טלפורט בישראל בבעלות בזק אשר הודיעה על כוונה למכור את הטלפורט שבבעלות בזק וממוקם בעמק האלה. במידה ויימכר, ניתן יהיה להשתמש בטלפורט זה להפצת שידורי וידאו ואודיו אשר יתחרו באר. אר. וישמשו בייצרון טכני זה שמאפיין כיום רק את אר. אר.

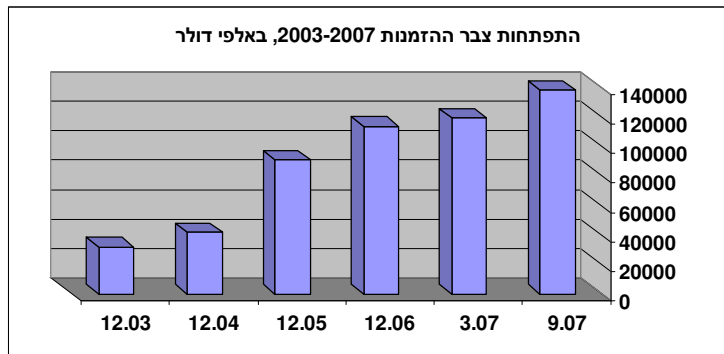
**פיזור גבוה של לקוחות הקשורים בהסכמים ארוכי טווח, מרביתם מחייבים בתשלום במנגנון TAKE OR PAY**

מרבית ההכנסות של אר.אר. נובעות מחוזים לטווח של שלוש עד חמש שנים, מהם נגזר צבר הזמנות בהיקף מהותי, אשר מוכר כהכנסה רק עם מתן השירות בפועל. לקוחות החברה, בעיקר ערוצים מסחריים, ממלכתיים, וערוצי דת, הינם לקוחות ותיקים. ערוצי החדשות העולמיים מניבים רק מיעוט מהכנסותיה (בין 5% ל-10%) משום שהם לקוחות מזדמנים אשר רוכשים את שירותיה מעת לעת. החוזים עם הלקוחות משתלמים על בסיס חודשי ובד"כ מובטחים בפיקדון מראש המתקבל בגין שלושת החודשים האחרונים של החוזה. מרבית החוזים נקובים בדולרים. לאר.אר. מעל ל-280 לקוחות, עשר הגדולים מביניהם היוו כ-40% מהכנסותיה בשנת 2006, הגדול ביותר היווה כ-7% מהכנסות. נתונים דומים נרשמו בחציון הראשון של 2007. כ-80% מכלל ההסכמים מחייבים את הלקוח לשאת בתשלום לאורך כל תקופת ההסכם גם אם החליט להפסיק את השירות לפני תום החוזה. כחמישית מהחוזים ניתנים לביטול בהתראה של מספר חודשים. התשלום מובטח בפיקדונות לחודשי השירות האחרונים. יש לציין כי קיים תמריץ שלילי לעזיבת לקוחות את אר.אר. - מספר התחנה בביתם של צופי הטלוויזיה תלוי בקידוד של מפיץ השידור. שיעור הנטישה של לקוחות החברה - מזערי. אר.אר. חידשה עד כה את כל החוזים שהיו לה עם לקוחות, בד"כ תוך הרחבתם.

**ערוצי טלוויזיה הרוכשים את שירותי אר.אר. (רשימה חלקית)**

Representative Channels			
Commercial Channels:	Channels for which we provide Continuous Services: Governmental Channels:	Religious Channels:	Channels for which we provide Occasional Services: News Channels:
Baby TV	Airang TV (South Korea)	3 Angels Broadcasting	CBS
BK TV	IBA CH-33 (Israel)	CGN	Fox News
Canal Europe	Kurdsat	Channel New Life	Israel Channels (2, 5 and 10)
Conto TV	MRTV (Thailand)	God's Learning Channel	Al Jazeera Channel
Fashion TV	Thai Global Network	GOD TV	NBC News
I Media	Turkish Radio and Television	TCT	Russia Today
MGM	VTV-4 (Thailand)	The Word Network	
Music Box			
The Israeli Channel			

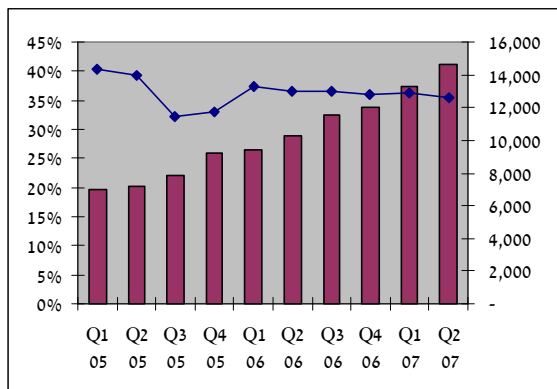
**צבר הזמנות משמעותי מייצר ויזיביליות טובה לגבי מגמת התפתחות ההכנסות**



צבר ההזמנות של אר.אר. גדל בהדרגה עם צמיחת ההכנסות. לתאריכים 31.12.2005, 30.9.2007, 31.12.2006 היה כ-137 מיליון דולר, כ-114 מיליון דולר וכ-91 מיליון דולר, בהתאמה. הצבר נכון ל-30.9.2007 מתחלק כדלקמן: כ-15 מיליון דולר עד תום 2007, כ-50 מיליון דולר לשנת 2008, והיתרה בסך כ-73 מיליון דולר מ-2009 ואילך. ביטולי הזמנות עד כה היו בשיעורים נמוכים.

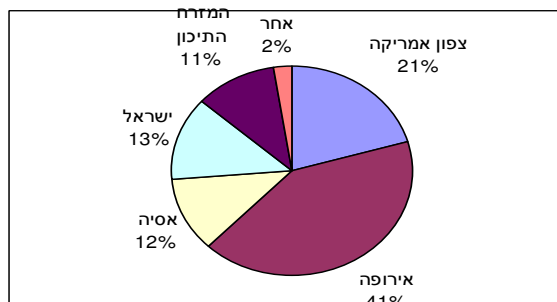
**צמיחה מתמשכת בשיעורים גבוהים ורווחיות יציבה. הגדלת בסיס הלקוחות תוך חידוש חוזים עם לקוחות קיימים. מרכיב ההכנסות הנשנות של החברה הינו גבוה**

**אר. אר, הכנסות (באלפי דולר) ושולי רווח גולמי**  
**2005-2007 לפי רבעונים**



בשנת 2006 רשמה אר.אר גידול של כ-38% בהכנסות, בהמשך לגידול של כ-31% בשנת 2005 וגידול של כ-70% בשנת 2004. בחציון הראשון של שנת 2007 נרשם גידול של 42% בהשוואה לחציון המקביל. הכנסות אר.אר בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 הסתכמו בכ-43 מיליון דולר. אר.אר. צופה כי ההכנסות בשנת 2007 כולה יסתכמו בכ-58 מיליון דולר (גידול של כ-37%). יתרת צבר ההזמנות ליום 30.9.07 הינה כ-137 מיליון דולר, מזה כ-15 מיליון דולר בשנת 2007. הגידול בהכנסות בחציון הראשון של שנת 2007 נבע ברובו מהפעלה של 29 חוזים חדשים, 15 מהם מלקוחות קיימים ו-14 חוזים מלקוחות חדשים.

**אר. אר, התפלגות הכנסות לפי מדינות בשנת 2006\***



**פיזור גיאוגרפי גבוה של ההכנסות**

כ-41% מההכנסות של אר.אר בשנת 2006 נבעו מתחנות שידור באירופה. ההכנסות מצפון אמריקה מהוות את הסגמנט הצומח ביותר בשנים האחרונות, המהווה כ-21% מההכנסות בשנת 2006 לעומת כ-10% בשנת 2004.

**ענף הפצת שידורי טלוויזיה ורדיו מאופיין בצמיחה בביקושים**

תחנות הטלוויזיה והרדיו בעולם, ועימו ענף הפצת התוכן, נהנים מצמיחה כלל עולמית הנובעת מהגידול בהיקף התחנות, כניסת תשתיות למדינות לא מפותחות, הרחבת הביקושים לטלוויזיה במדינות מתפתחות והרחבת הביקושים לתוכן מערבי, בייחוד אמריקאי, בקרב מדינות אלו. להלן נתונים על הגידול המספרי בכמות תחנות הטלוויזיה: בשנת 1995 היו כ-1,000 תחנות, בשנת 2005 כ-13,000 תחנות והצפי לשנת 2013 כ-29,000 תחנות. שוק הפצת שידורי הטלוויזיה מרכז עוגת הכנסות בסך 160 מיליארד דולר, מזה 13 מיליארד דולר בהפצת שידורים על בסיס טלפורטים. בתוך כך יש עלייה במספר ספקי התוכן לשידורים, עם התמחות בנושאי תוכן ייחודיים בכל ערוץ. בשנים 2005 עד 2010 צפוי גידול של 52% בשיעור הבתים ברחבי העולם אשר מחוברים לשידורים בפורמט High Definition TV, ובמקביל צמיחה של 57% בחיבור טלוויזיה לבתים על בסיס Internet Protocol TV. במקביל יש עליה בתוכן המשודר באופן גלובלי. עם זאת, להערכת מידרוג, ככלל, רמת הסיכון העסקי של ערוצי טלוויזיה הינה גבוהה.

**תזרימי מזומנים חזקים הנובעים מרווחיות טובה ויציבה, צורכי הון חוזר נמוכים והיעדר הוצאות מימון**

בשנים האחרונות רשמה אר.אר תזרימים חיוביים מפעילות שוטפת שהלכו והתחזקו עם הגידול בהיקפי הפעילות וב-EBITDA. החברה מאופיינת בצורכי הון חוזר נמוכים יחסית, הנתמכים במקדמות מלקוחות. שיעור ההון החוזר נטו להכנסות בשנים 2005-2006 היה נמוך מאוד, בשל מרכיב גבוה יחסית של הכנסות מראש, ועמד על כ- 2.5% - 3.5%. בחציון הראשון של שנת 2007 חלה ירידה לשיעור של כ-1.5%. ימי הלקוחות של אר.אר עומדים על 65-75 ימים בממוצע. בנטרול הכנסות מראש, הממוצע הוא 40-50 ימים. בשנים 2004-2005 עמדה ההשקעה ברכוש קבוע, הכוללת בעיקר השקעות בטלפורטים וציוד נלווה, על כ-3 מיליון דולר לשנה. בשנת 2006 חלה עלייה בהיקף ההשקעות ברכוש קבוע. היקף ההשקעות בכל אחת מהשנים האמורות היה גבוה מהפחת בשל הצמיחה בהיקף הפעילות של החברה. כל עוד הייתה אר.אר חברה פרטית לא הייתה לה מדיניות דיבידנד מוצהרת, ובפועל חולקו כ-50% מהרווחים כדיבידנד לבעלי המניות. אר.אר לא חילקה דיבידנדים במהלך שנת 2007.

**אר.אר: תזרימי מזומנים, באלפי דולר**

<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>H1 06</u>	<u>H1 07</u>	
7,628	9,213	11,688	5,812	7,259	EBITDA
5,478	6,915	10,126	4,467	7,243	FFO
297	(1,015)	(75)	(1,214)	416	ירידה (עלייה) בהון חוזר
<b>5,775</b>	<b>5,900</b>	<b>10,051</b>	<b>3,253</b>	<b>7,659</b>	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *CFO</b>
(3,278)	(3,051)	(5,903)	(3,218)	(3,706)	השקעה ברכוש קבוע
(4,540)	(2,475)	(1,975)	(1,235)	0	תשלום דיבידנד לבעלי המניות
<b>(2,043)</b>	<b>374</b>	<b>2,173</b>	<b>(1,200)</b>	<b>3,953</b>	<b>FCF</b>

\* תזרים המזומנים מפעילות שוטפת מוצג לעיל בנטרול שינויים בבטוחות סחירות המופיע בדוח הכספי כחלק מהתזרים השוטף.

**איתנות פיננסית גבוהה מאוד כתוצאה מההנפקה. היתרות הנזילות מיועדות להשקעות בפעילות סינרגטית**

בחודש נובמבר 2006 הונפקו מניות אר.אר לראשונה בבורסת הנאסד"ק. אר.אר גייסה סך של כ-47 מיליון דולר (לאחר ההוצאות). נכסי אר.אר ליום 30.6.2007 כוללים בעיקר תיק נזיל (כ-42 מיליון דולר מסך נכסים של כ-86 מיליון דולר), לפי מדיניות ההשקעה, עד 80% מהתיק הנזיל מושקע באג"ח קונצרני בדירוג בינלאומי מינימאלי של 1A, וכן אגרות חוב סחירות (כ-15.5 מיליון דולר), רכוש קבוע (כ-15 מיליון דולר) ויתרת לקוחות (כ-9.5 מיליון דולר). נכסים אלו ממומנים בעיקר באמצעות הון עצמי (כ-80% מסך הנכסים), מרביתו נובע מגיוס ההון כאמור לעיל. יתרת העודפים בהון העצמי עומדת על כ-17.2 מיליון דולר. כאמור, לאר.אר אין חוב פיננסי ובמקום זאת היא מחויבת בהסכמי חכירה לטווח ארוך של תשתית תקשורת, בעיקר מול ארגוני לווינים. להערכת מידרוג, חלק משמעותי מהתחייבות אר.אר למפעילי הלווינים מכוסה בהסכמים מקבילים מול לקוחותיה. אר.אר הודיעה על כוונתה להשתמש בחלק מקופת המזומנים שברשותה מאז ההנפקה בנאסד"ק לשם רכישות והשקעות בטלפורטים ומרכזי שירותים מחוץ לישראל לשם הרחבת עסקיה.



**אר. אר. – מאזן מאוחד, אלפי דולר**

	<u>12.05</u>	<u>12.06</u>	<u>6.07</u>	
				<b>רכוש שוטף:</b>
	2,060	51,393	16,979	מזומנים ושווי מזומנים
	1,222	1,454	24,970	בטוחות סחירות
	5,625	10,187	9,441	לקוחות
	1,529	2,003	2,980	חייבים ויתרות חובה
	<b>10,436</b>	<b>65,037</b>	<b>54,370</b>	<b>סך רכוש שוטף</b>
	-	-	-	ני"ע מוחזקות לפידיון
	8,823	12,452	14,709	רכוש קבוע
	1,150	1,644	1,415	רכוש אחר
			15,485	בטוחות סחירות
	<b>20,409</b>	<b>79,133</b>	<b>85,979</b>	<b>סך נכסים</b>
				<b>התחייבויות שוטפות:</b>
			70	אשראי לזמן קצר
	4,421	6,333	6,710	ספקים וחייבים אחרים
	189	437	408	זכאים ויתרות זכות
	1,770	3,992	4,491	הכנסות מראש
	<b>6,380</b>	<b>10,762</b>	<b>11,679</b>	<b>סך התחייבויות שוטפות</b>
	2,861	3,945	4,198	פקדונות מלקוחות לז"א
	370	660	842	עתודה למיסים
	291	421	475	עתודה לפיצויים נטו
	10,507	63,345	68,785	הון עצמי
	<b>20,409</b>	<b>79,133</b>	<b>85,979</b>	<b>סך התחייבויות והון</b>
			70	חוב פיננסי
	3,282	52,847	41,949	מזומנים ושווי מזומנים
	51%	80%	80%	הון עצמי / סך נכסים

**אר. אר. סאט - סיכונים עסקיים ופיננסיים**

**לאר. אר. אין תשתית תקשורת עצמאית והיא נסמכת על חכירת קיבולת שידור לווניים**

לצורך אספקת שירותיה, נסמכת אר. אר על תשתיות פיזיות, בעיקר מקטעי לוויין, שהיא חוכרת מבעלי לווניים. פעילות זו רווחית יותר ככל שאר. אר מצליחה למכור את קיבולת השידור למספר גדול יותר של לקוחות, עד לניצולו המלא של המקטע. בניגוד לאר. אר, מרבית המתחרים בענף מחזיקים בבעלותם חלק כלשהו בתשתית שהם מציעים ללקוח: לדוגמה חברות טלקומוניקציה מקומיות שבעלותן תשתית יבשתית באזור פעולתן, או מפעילי לווניים שהחלו ביצירת שיתופי פעולה עם מפעילי טלפורטים ומציעים שירותי הפצה. מתחריה עשויים להשתמש גם בתשתית סיבים אופטיים הקיימת בחלק מהאזורים, או להפיץ שידורים באמצעות רשת האינטרנט.

**להלן רשימת הלווינים שכלולים ברשת הגלובלית, מחולקים לפי אזורים גאוגרפיים:**

Europe	North America	Asia	MiddleEast	Africa	South America	Australia
Amos-1	Galaxy-25	Eutelsat-W5	Amos-1	AtlanticBird-1	Intelsat-907	Insat-2E(APR-1)
Amos-2	Intelsat-907	Insat-2E (APR-1)	Amos-2	Turksat-2A	Galaxy-23	Intelsat-10
AtlanticBird-1	AMC-4	Intelsat-4	AtlanticBird-1	Turksat-1C		Thaicom-5
Turksat-2A	Galaxy-23	Intelsat-8	Turksat-2A	Intelsat-10		Optus-B3
Eutelsat-W1		Intelsat-10	Hotbird-6	Intelsat-4		NSS-6
Hotbird-7A		Thaicom-5	Hotbird-8	Thaicom-5		Intsat-8
Hotbird-6		Telsat-10	Insat-2E	Intelsat 902		
Hotbird-8		Asiasat-3S	Intelsat-10			
Turksat-1C		Intelsat 902	Thaicom-5			
Eutelsat-W2		ABS-1	Eutelsat-W1			
			Yamal-201			
			Turksat-1C			
			AtlanticBird-4			

**הצלחתה של אר.אר מותנית ביכולתה לאזן בין התחייבויותיה לספקים לבין התחייבויות הלקוחות כלפיה.**

נכון לתאריך 31.12.2006 סך ההתחייבויות של אר.אר למפעילי לוויינים בגין דמי חכירה הוא כ- 75 מיליון דולר רובם על פני כ- 3 שנים באופן הבא: כ- 21 מיליון דולר בשנת 2007, כ- 35 מיליון דולר בשנים 2008 ו- 2009, והיתרה בסך כ- 19 מיליון דולר אח"כ. בנוסף העמידה אר.אר וכן החברות שמחזיקות בה בטחונות וערבויות כלפי חברות הלוויין להבטחת התשלומים הקבועים בחוזים ארוכי הטווח. סך הערבויות ופיקדונות שנתנה אר.אר מראש לא עולים על 2.5 מיליון דולר. התשלומים למפעילי לוויינים בשנים עברו גדלו במקביל לצמיחה בהכנסות: כ- 22 מיליון דולר בשנת 2006, כ- 15 מיליון דולר בשנת 2005, וכ- 10 מיליון דולר בשנת 2004. להערכת מידרוג, חלק משמעותי מההתחייבות אר.אר לחכירת תשתית תקשורת מכוסות בהסכמים שהם BACK TO BACK מול הלקוחות.

**קיבולת שידורי הלוויינים מצויה מזה זמן בעודף קיבולת, גורם אשר השפיע לטובה על רווחיותה של אר.אר**

ענף מפעילי הלוויינים מאופיין בסיכון עסקי גבוה מהממוצע, הנובע מצורכי השקעה כבדים, מבעיות טכניות ותקלות שעוללות לפגוע בתפקודם, ומניצול נמוך של מקטעי לוויין (פחות מ-60%), ועקב כך קיימת מגמת מיזוגים בענף. מרבית מפעילי הלוויינים מדורגים על ידי Moody's בדירוגים בינלאומיים שאינם בדרגת ההשקעה (ראה פירוט במסגרת שלהלן). כ-30% מההסכמים של אר.אר לחכירת מקטעי לוויין הם על בסיס קיבולת פנויה (Pre-emptible)<sup>2</sup> ועל כן מחירים נמוך משמעותית, דבר המשפיע לטובה על רווחיותה. ירידה משמעותית בהיצע קיבולת השידור הלווייני עלולה לכן לפגוע ברווחיותה, ואף ביכולתה לספק שירות מהימן ללקוחותיה, זאת מכיוון שספקי הלוויינים יכולים להשתחרר מההסכם עימה בנסיבות מסוימות. אר.אר מתמודדת חלקית עם אי ההתאמות באמצעות הסדרי - BACT-TO-BACK עם חלק מהלקוחות מהיבט פרק הזמן, יכול לסגת ממתן השירות, התאמות למחיר. עד כה לא התמודדה אר.אר עם אירועים מסוג זה.

ארבעה מפעילי לוויינים מהם חוכרת אר.אר כ-26% מקיבולת השידור הלווייני שלה:

• BRITISH TELECOMMUNICATIONS PLC

• EUTELSAT S.A - מדורג Ba2 עם אופק יציב.

• INTELSAT GLOBAL SALES & MARKETING Ltd - מדורג B2 עם אופק שלילי. מדובר בספק הגדול ביותר בעולם לשירותי לוויין קבועים, בבעלותה 51 לוויינים, 8 טלפורטים גלובליים, ותחנות בסיס לקישור לכבלים אופטיים. הכנסותיה השנתיות עולות על שני מיליארד דולר. אינטלסאט היא חברה פרטית בבעלות קבוצת משקיעים ביניהם אייפקס

• TURKSAT SATELLITE OPERATOR COMPANY

**תלות באנשי מפתח, עם זאת קיים הסכם עם דוד ריבל ויש גם דור המשך**

הצלחתה של אר.אר תלויה, בחלקה הגדול, בהמשך שירותו של דוד ריבל, מייסד אר.אר ומנהלה מאז הקמתה. דוד ריבל מעניק שירותי ניהול לאר.אר תמורת כ-400 אלף דולר בשנה, ובנוסף זכאי לבונוס שנתי בשיעור מדורג בהיקף של 6% עד 15% מהרווח השנתי של אר.אר (לפני מס ולפני תשלום דמי ניהול). ההסכם בתוקף עד תום 2011. דוד ריבל בקיא בענף ובעל ניסיון מקצועי רב בתחומי השידור, הוא אחראי גם על כל פעילות המכירות, השיווק, קשרי הלקוחות. מאיה ריבל (בתו) משמשת סמנכ"ל תפעול, ובנו ליאור ריבל סמנכ"ל מכירות ושיווק. הנהלת רפק מעורבת בניהול השוטף באר.אר ובפיתוח העסקי ובבחינת השקעה בפיתוח הפעילות, ביחד עם בעלת עניין נוספת קרדן תקשורת.

**אר.אר אינה רוכשת ביטוח סיכוני אשראי בגין חובות הלקוחות**

בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007 חלה גם עלייה בחובות המסופקים, שהיווה כ-1.4% ו-1.7% מההכנסות, בהתאמה, לעומת שיעור נמוך בהרבה בשנים קודמות.

<sup>2</sup> מקטעים כאלה נמכרים למשל כאשר קיים לוויין גיבוי, ללויין שמשך חייו עומד לפוג.

### שנות הפעילות מועטות יחסית של אר.אר במודל עסקי ייחודי

אר.אר פועלת במודל עסקי ייחודי ולאורך מספר מועט יחסית של שנות פעילות. המודל מספק מענה לפלח מוגדר של ערוצי שידור גלובליים אשר אינם מבצעים אינטגרציה של מערך תשתיות ההפצה בעצמם ועל כן רוכשים ממנה חבילת שירות במחיר תחרותי המבטא את כוח המיקוח של אר.אר מול מפעילי הלוויין. עוד מספקות שירות זה שתי חברות : CableCast<sup>3</sup>. Satlink Communications<sup>4</sup>. שינויים טכנולוגיים דוגמת שידור בפורמט High Definition TV, העברת שידורים באמצעות האינטרנט - Internet Protocol Television עלולים לפגוע בביקוש לשירותי אר.אר, להשפיע במישרין על היתרון התחרותי שלה. עקב שנות הפעילות המוגבלות של אר.אר לא ניתן להערכת מידרוג לקבוע את מידת ההצלחה שבה היא עשויה להתמודד בנסיבות אלה.

### נזק לטלפורט הראשי של אר.אר בראם שבישראל עלול לפגוע מהותית בעסקי אר.אר.

נזק מהותי לטלפורט הראשי של החברה אשר בו ממוקם גם מרכז שירותי ניהול השידורים ושירותי הערך המוסף ללקוחותיה עשויה לפגוע ביכולתה לספק שירות. לאר.אר. פוליסת ביטוח הכוללת פיצוי כספי בגין אבדן הכנסות, בהשתתפות עצמית לא מהותית. נזק לטלפורט כתוצאה מפגיעה של אמצעי לחימה ממדינה עוינת, אינו כלול בפוליסה. יש לציין כי אר.אר שוקלת רכישת טלפורטים ומרכזי ניהול שידורים (Playout) בשווקים כגון ארה"ב, ואסיה, צעד אשר עשוי להקטין את תלותה במוקד הפעילות הנוכחי.

## ג'נרל מהנדסים

ג'נרל מייצגת את חברת ג'נרל אלקטריק (להלן: "היצרנית"), ומפיצה את מוצריה ברציפות מזה עשרות שנים בהתאם להסכמים שיש לה מול חטיבות שונות של היצרנית אשר מתחדשים מדי שנה. במסגרת כל חוזה הנקשר בין היצרנית לבין לקוחות בישראל מספקת ג'נרל שירותי ייעוץ טרם החתימה וגם לאחריו. כ-26% מהכנסות הקבוצה ברבעון הראשון של 2007 מקורם בפרויקטים המבוצעים בישראל שבהם נעשה שימוש במוצרים של היצרנית. החל בשנת 2005 עוסקת ג'נרל גם במכירת חלקי חילוף לתחנות כח הכלולים במסגרת אחריות היצרנית בחו"ל. הוספת פעילות מכירת החלפים הגדילה את היקפי הפעילות ואת שיעורי הרווחיות. ג'נרל מייצגת את היצרנית בארבעה תחומים: חשמל, אוטומציה לתעשייה, תאורה והמיתוג, ומערכות. יתרונה של ג'נרל בכוח אדם ותיק ומיומן שהיא מעסיקה מזה שנים, ובניסיון שנצבר על ידם עם פרויקטים הכרוכים ברכישת מוצרים אלה בהשקעה כספית משמעותית.

ג'נרל מעסיקה 67 עובדים, מחציתם בתחום המכירות והשיווק. היקף השקעותיה ברכוש קבוע אינו מהותי. הגידול בהכנסות וברווחיות נובע מעיסוק הנוסף במכירת חלפים אשר החל בשנת 2005, בנוסף לפעילות הייעוץ בתחום זה, ובנוסף מאיחוד פעילויות חדשות שנרכשו. ג'נרל נמצאת כיום בבעלותה המלאה (100%) של רפק לאחר שבינואר 2007 הושלמה עסקה עם חברת השקעות דיסקונט בע"מ, לרכישת חלקה (50%) במניות ג'נרל תמורת כ-10 מיליון ₪.

### להלן נתונים כספיים אודות ג'נרל, באלפי ₪:

אלפי ₪	H1 2007	FY 2006	FY 2005		H1 2007	FY 2006	FY 2005
הכנסות	63,093	76,780	73,802				
רווח גולמי	17,622	24,108	21,262	% רווח גולמי	27.9%	31.4%	28.8%
רווח תפעולי	5,087	5,081	1,454	% רווח תפעולי	8.1%	6.6%	2.0%
רווח נקי	3,642	3,665	(1,003)	% רווח נקי	5.5%	4.8%	(1.4%)
סך הנכסים	68,882	50,055	46,420	חוב פיננסי, נטו	17,906	8,885	12,933
הון עצמי	21,443	19,981	16,316	הון עצמי/מאזן	31%	40%	35%

<sup>3</sup> חברת בת של CableCast, France Telecom היא חברת פרטית שמעסיקה כ-700 עובדים, בבעלותה כ-15 טלפורטים, ושני מרכזים בהם ניתנים ללקוחותיה שירותי ניהול תוכן

<sup>4</sup> Satlink היא חברה ישראלית בבעלות GlobeCast יורקום וברק.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מסתמך על האחזקה באר.אר המהווה 84% מהשווי התיק המותאם; אר.אר מציגה שיעורי צמיחה גבוהים לאורך זמן, תוך הגדלת בסיס הלקוחות וחיזוק חוזים עם לקוחות קיימים; לאר.אר בסיס לקוחות יציב ומפוזר הקשור עימה בהסכמים ארוכי טווח, וצבר הזמנות המאפשר ויזיביליות גבוהה להכנסות; איתנותה הפיננסית הגבוהה המבוססת על צרכי השקעה נמוכים, קופת מזומנים משמעותית, פועל יוצא של הנפקת הון ותזרימי מזומנים חזקים יחסית; לאר.אר אין תשתית תקשורת עצמאית והיא נסמכת על חכירת קיבולת שידור לוויין בהתחייבויות לזמן ארוך; ענף מפעילי הלוויינים המצוי בקשרי גומלין הדוקים עם פעילות אר.אר מאופיין בסיכון עסקי גבוה מהממוצע, המתבטא בדירוגים נמוכים מאוד (B2) של ארגוני הלוויין הבינלאומיים; ירידה משמעותית בהיצע קיבולת השידור הלווייני עלולה לפגוע ברווחיותה של אר.אר; הצלחתה של אר.אר מותנית ביכולתה לאזן בין התחייבויותיה מול מפעילי הלוויינים (בעיקר) לבין התחייבויות הלקוחות כלפיה, ולא.אר תלות באיתנות הפיננסית של לקוחותיה במהלך חיי החוזה עמם.

רפק מאופיינת באיתנות פיננסית גבוהה גם לאחר גיוס החוב המתוכנן וביחס כיסוי נכסים התואם את רמת הדירוג; לחברה שליטה באחזקותיה שרובן פרטיות; תיק האחזקות נשען על אחזקה עיקרית אחת - אר.אר ששווי השוק שלה תורם מעל 80% משווי האחזקות; תזרים המזומנים התפעולי של החברה הינו חלש יחסית בשל היעדר "פרות מזומנים" המספקות דיבידנדים פרמננטיים; התזרים מתבסס במידה ניכרת על הסכמי ייצוג המתחדשים מדי שנה; אסטרטגיית החברה לכניסה לתחום תחנות הכוח ותשתיות התקשורת מאופיינת בסיכון עסקי נמוך יחסית, אם כי קיימת אי וודאות לגבי יכולת ועיתוי התממשותה;

## קבוצת רפק - חוזקות

**איתנות פיננסית גבוהה הנשמרת גם לאחר גיוס החוב המתוכנן. יחס כיסוי הנכסים מציג כיסוי הולם לרמת החוב, אם כי נסמך על אחזקה מהותית אחת**

בשנים האחרונות פעלה רפק ללא חוב פיננסי. נכון לתאריך 30.6.07 היה לרפק חוב פיננסי בסך של כ-42 מיליון \$, אשר עלה לאחר תאריך הדוח לסך של כ-70 מיליון \$ עקב רכישת טקדטה במימון בנקאי. כאמור לעיל, במהלך חודש אוקטובר השלימה רפק הנפקת מניות שתמורתה (ברוטו) מסתכמת בכ-40 מיליון \$ אחזקה העיקרית של רפק כיום, אר.אר, הועברה אליה בעסקה להחלפת מניות מחברת האם, אינטרגאמא. לרפק שיעור הון עצמי גבוה מסך המאזן, המהווה כ-56% ערב הגיוס המתוכנן. הקבוצה מציגה איתנות פיננסית משביעת רצון.

### מחיר מניית אר.אר נובמבר 2006 – אוקטובר 2007



שווי אחזקותיה של רפק באר.אר על בסיס שווי השוק של אר.אר בממוצע מאז הנפקתה ועד ליום 19.10.2007 ("שווי ממוצע אר.אר") עומד על כ-401 מיליון \$ שווי אחזקותיה של רפק באר.אר ליום 19.10.2007 ("שווי אחרון") הינו כ-556 מיליון \$ שווי השוק של אר.אר בספרי רפק עומד על כ-105 מיליון \$ שווי המותאם של תיק האחזקות על בסיס השווי הממוצע של אר.אר הינו כ-480 מיליון \$, השווי המותאם על בסיס השווי האחרון של רפק הינו כ-635 מיליון \$.

שווי התיק המותאם כולל גם את ג'נרל מהנדסים (כ-20 מיליון \$) לפי שווי העסקה האחרונה, את טקדטה (כ-30 מיליון \$) לפי עלות הרכישה ונכסי נדל"ן מניב (כ-28 מיליון \$) לפי הערכת שמאי שכלולה בדוחותיה הכספיים. השווי המותאם של תיק האחזקות לפי שווי אר.אר ממוצע ליחס החוב הינו כ-3.6. זהו יחס גבוה בהשוואה לחברות אחזקה המדורגות בקבוצת ה-A. יחד עם זאת, מידרוג מביאה בחשבון כי היחס מתבסס במידה רבה על האחזקה באר.אר המהווה כ-84% מהשווי המותאם של התיק.

**יחס כיסוי חוב לשווי תיק אחזקות, במיליוני ש"ח**

לפי שווי אר.אר אחרון	לפי שווי אר.אר ממוצע	
635	480	שווי תיק מותאם
100	100	תוספת שווי אחזקות בגין גיוס חוב
<b>735</b>	<b>580</b>	<b>סך שווי אחזקות</b>
40	40	תוספת מזומן מהנפקת הון
<b>775</b>	<b>620</b>	<b>סך שווי תיק אחזקות + מזומן</b>
70	70	חוב פיננסי קיים
100	100	תוספת גיוס
<b>170</b>	<b>170</b>	<b>סך חוב פיננסי פרופורמה</b>
<b>4.55</b>	<b>3.64</b>	<b>חוב פיננסי / שווי תיק מותאם</b>

**רפק (סולו מורחב): חוב פיננסי ויחסי איתנות בפועל ופרופורמה, באלפי ש"ח**

	12.05	12.06	6.07	פרופורמה לאחר	
				פרופורמה עדכני	הנפקת אג"ח סדרה 3
מזומנים ושווי מזומנים	17,045	13,247	3,225	43,225	43,225
חוב פיננסי	0	7	42,038	72,668	172,668
הון עצמי	72,986	144,233	115,701	155,701	155,701
סך מאזן	97,514	156,195	168,651	239,281	339,281
CAP	73,124	144,346	157,849	228,479	328,479
חוב / CAP	ל.ר.	ל.ר.	27%	32%	53%
הון עצמי / מאזן	75%	92%	69%	65%	46%

\* פרופורמה עדכני: בהתחשב ברכישת טקדטה בעלות של כ-30 מיליון ש"ח שמומנה בחוב בנקאי ובנוסף בהנפקת ההון באוקטובר בסך 40 מיליון ש"ח (ברוטו). פרופורמה לאחר הנפקת אג"ח: בהתחשב בגיוס האג"ח המתוכנן בסך של 100 מיליון ש"ח.

**שליטה במרבית האחזקותיה מאפשרת לרפק לכוון את מהלכיהן העסקיים ומחזקת את גמישותה הפיננסית**  
 רפק מחזיקה נתח משמעותי בבעלות על אר.אר, וכך גם בכל אחזקותיה האחרות. רפק, כחלק ממדיניותה ובזכות השליטה באחזקות, גם מעורבת בפיתוח העסקי והאסטרטגי שלהן. נתח האחזקה המשמעותי באר.אר מקנה לרפק גמישות פיננסית במידה ותבקש לממש חלק מהמניות שבידיה מבלי לפגוע בשליטה.

**פעילות ייצוג וייעוץ המתקיימת מזה שנים רבות, עשויה לשמש מנוף להפיכת רפק לשחקן פעיל באותו שוק**  
 מזה עשרות שנים עוסקות החברות בקבוצת אינטרגאמא בפעילות ייצוג של יצרניות וספקיות בינלאומיות של ציוד ומערכות מחו"ל, כלפי לקוחות בישראל. הידע הנצבר, כוח האדם המקצועי, ובייחוד הקשרים העסקיים ארוכי השנים עשויים לסייע לרפק בהתמודדות במכרזים על מנת להפוך לשחקן פעיל בתחומים העוברים רפורמה ושינויים מבניים כגון תחום החשמל. באופן זה הרחיבה ג'נרל את פעילותה מעבר לתחום הייעוץ אותו ביצעה באופן מסורתי לפעילות של מכירת חלקי חילוף לתחנות כוח. יש לציין כי הסכמי הייצוג הבלעדיים הנזכרים לעיל מתחדשים מדי תקופה. והפסקתם ביוזמת היצרניות הזרות עלולה לפגוע בהיקף הכנסותיה של רפק מפעילות זו ברפק, דלתה, טרנס, ודלתה מערכות.

**יכולת יצירת מזומנים פרמננטית מוכחת מאר. אר ומפעילות הייצוג, אשר התעצמה לאחר רכישת הבעלות בג'נרל**  
לאר. אר פעילות רווחית והיא בעלת תזרים חיובי אשר מאפשר תשלום דיבידנד. בשנים 2005-2006 חילקה אר. אר דיבידנד בסך שבין 9-10 מיליון ₪ מזה קיבלה דלתה כמחצית. פעילות הייצוג המתנהלת ברפק ובדלתה מניבה מדי שנה תזרים של כ-5 מיליון ₪. עד סוף שנת 2010 ממשיכה דלתה לשלם ישירות לאינטרגאמא דמי ניהול עפ"י הסכם שהיה בתוקף עוד בתקופה שהייתה דלתה חברה בת של אינטרגאמא. במסגרת המהלך בו עברה דלתה לשליטתה של רפק הוגבל תוקפו של ההסכם עד לתום 2010, והחל ממועד זה יקטנו מאוד תשלומי דמי הניהול שמעבירות רפק ודלתה לאינטרגאמא. עם התעצמות רווחיה של ג'נרל היא צפויה לחלק דיבידנדים בסך גדול יותר מבעבר.

## **קבוצת רפק - סיכונים עסקיים ופיננסיים**

### **תיק אחזקות ריכוזי המושתת על אחזקה עיקרית אחת**

הדירוג מתבסס במידה רבה על האחזקה באר. אר המהווה חלק עיקרי מהשווי המותאם של תיק האחזקות. היחלשות בפעילותה ובתוצאותיה של אר. אר הינה בעלת השפעה משמעותית על תזרימי המזומנים של רפק ועל שווי אחזקותיה. שווי אר. אר כפוף בין השאר למגמות בשוקי ההון העולמיים, ובפרט בשוק האמריקאי. בקבוצת רפק אחזקות נוספות אשר תרומתן לתיק האחזקות נמוכה, הגדולה שבהן היא ג'נרל. תמורת גיוס האג"ח המתוכנן מהווה היקף מהותי ביחס לשווי התיק, וייעוד ההשקעות שרוי באי וודאות.

### **שכבת ההנהלה צרה וריכוזית וקיימת תלות באנשי מפתח**

הנהלת קבוצת אינטרגאמא, לרבות רפק, כוללת שכבת ניהול צרה, המסתמכת בראש ובראשונה על מר תנחום אורן ועל מר רון אורן, ולהערכת מידרוג יש לה תלות במר תנחום אורן, קשריו העסקיים וניסיונו.

### **שירות החוב מתבסס במידה ניכרת על הכנסות מדיבידנדים מהחברות המוחזקות – אלו הקיימות והעתידיות**

לרפק כיום הכנסות שוטפות בעלות אופי פרמננטי, המכסות את הוצאותיה השוטפות – הנהלה וכלליות ודמי ניהול לחברה האם. אין ביכולתן של הכנסות אלו לתמוך בשירות החוב, ובדומה לחברות אחזקה רבות, היא נסמכת על תזרים דיבידנדים ודמי ניהול מהחברות המוחזקות, ועל שווי האחזקות. מקור הדיבידנדים העיקרי של רפק בשנת 2006 היה אר. אר. אמדן מידרוג לתזרים התפעולי, נטו, מהאחזקות הקיימות מבטא כיסוי הולם להוצאות המימון לשירות האג"ח סידרה 3 נשוא דוח זה.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- השקעות משמעותיות חדשות המאופיינות בסיכון עסקי נמוך וביכולת מוכחת של ייצור דיבידנדים עקביים
- השבחה מהותית של אחזקות קיימות
- גיוס הון בסכום משמעותי, להערכת מידרוג, אשר ישפר באופן מהותי ופרמננטי את האיתנות הפיננסית של החברה

### **גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג**

- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של חברות מהותיות בקבוצת רפק
- השקעות חדשות שיש בהם להגדיל במידה ניכרת את רמת הסיכון העסקי ו/או הפיננסי של הפורטפוליו ואינן עומדות בקנה אחד עם האסטרטגייה הכוללת של החברה אשר הוצגה למידרוג
- ירידה בשיעורי האחזקה באר. אר באופן שיביא לאיבוד השליטה
- ירידה בתזרים התפעולי השוטף אשר עלולה להוביל, להערכת מידרוג, לפגיעה ביכולת שירות החוב
- גידול ברמת החוב הפיננסי ו/או ירידה בשווי הנכסים, באופן שיחס כיסוי החוב (היחס בין שווי הנכסים כולל תיק נזיל לבין החוב הפיננסי ברוטו) יהיה נמוך מ-3.0

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש 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.

