

התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים

הזמנה להערות הציבור | נובמבר 2024

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן, מנהלת פעילות הדירוג
i.sigal@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידיים
liatk@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל
ראש תחום פרויקטים ותשתיות
elad.seroussi@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה לדירוג התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים שפורסמה על ידה במאי 2020 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, להוסיף התייחסות באשר לגישתה של מידרוג לביצוע התאמות מסוימות לדוחות הכספיים של מנפיקים ולחישוב מדדים פיננסיים מרכזיים בהערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י תאגידים.

להלן עיקרי השינויים שנוספו למתודולוגיה הקיימת:

- (1) הוספת התייחסות להתאמות בגין נכסי זיכיון ו/או נכסים בלתי מוחשיים, כמפורט בסעיף הרווח התפעולי (EBIT) בדוח זה. בדרך כלל, מידרוג מבצעת התאמות לתוצאות הפעילות בגין נכסי זיכיון, על מנת לאמוד את הפרמטרים הרלוונטיים לסיכון האשראי של המנפיקים בהתאם למודל הרכוש הקבוע.
 - (2) הוספת הבהרה ביחס לערביות פיננסיות חוץ מאזניות כמתואר בסעיף ערביות פיננסיות חוץ מאזניות לצדדים שלישיים ומגנננים שונים לתמיכה בצדדים שלישיים בדוח זה.
 - (3) הוספת התייחסות ביחס לערביות פיננסיות המופיעות במאזן החברה כמתואר בסעיף ערביות פיננסיות לצדדים שלישיים המופיעות במאזן החברה בדוח זה.
 - (4) הוספת התייחסות לאופן בו מידרוג בוחנת התחייבות בגין הסכם עם שותף מס, כמפורט בסעיף חוב פיננסי (Financial Debt) בדוח זה. ככלל, מידרוג לא מוסיפה התחייבויות בגין הסכם עם שותף מס לחוב הפיננסי.
 - (5) הוספת הבהרה ביחס לניכוי מזומן מוגבל מהחוב הפיננסי, כמפורט בסעיף חוב פיננסי (Financial Debt) בדוח זה. ככלל, מזומן מוגבל ינוכה מהחוב הפיננסי לצורך חישוב חוב פיננסי נטו, ככל והוא משועבד לטובת בעלי החוב לצורך פרעון חוב.
 - (6) הוספת התייחסות להתאמות בגין התחייבות בקשר עם תשלומים נדחים או מותלים במסגרת עסקאות רכישה, כמפורט בסעיף התאמות לחוב הפיננסי - התחייבויות מאזניות אחרות בדוח זה.
- ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תבחן מידרוג את השפעתה על כלל הדירוגים הרלוונטיים המדורגים על ידה. מידרוג מעריכה כי השינוי המתודולוגי לא צפוי להשפיע על הדירוגים הקיימים.
- המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטייטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה.

הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני RFC@midroog.co.il עד לתאריך 04.12.2024.

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג לביצוע התאמות לדוחות הכספיים של מנפיקים על ידי מידרוג ואופן חישוב והצגה של מדדים פיננסיים מרכזיים המשמשים את מידרוג בהערכת כושר החזר האשראי של מכשירי חוב המונפקים ע"י תאגידים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על גישת מידרוג לביצוע התאמות לדוחות הכספיים ולחישוב מדדים פיננסיים מרכזיים עבור תאגידים. כמו כן הדוח המתודולוגי נועד, בין היתר, לחדד ולהסביר את גישת מידרוג להגדרה ולמהות האנליטית של מדדים פיננסיים עיקריים במסגרת ניתוח סיכוני האשראי של מנפיקים ומכשירי חוב ואת השיקולים העיקריים העומדים בבסיס גישה זו.

מידרוג מבצעת התאמות לדוחות הכספיים של חברות על מנת לשפר את הניתוח האנליטי לצורך הערכת כושר החזר האשראי של מנפיקים ועל מנת לשפר את מידת השוואתיות בין מנפיקים בקבוצת השוואה. ההתאמות לדוחות הכספיים משמשות את מידרוג לחישוב מדדים פיננסיים רלוונטיים מרכזיים בקביעת דירוג האשראי של המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים קווים מנחים עיקריים לביצוע התאמות לדוחות הכספיים על ידי מידרוג ולאופן חישוב והצגה של מדדים פיננסיים עיקריים עבור תאגידים (להלן: "הקווים המנחים"). קווים מנחים לביצוע התאמות לדוחות הכספיים וחישוב מדדים פיננסיים הינם כלי פשוט יחסית שיכול לשמש לשימוש מדויק ועקבי במדדים אלו בהתאם למתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות ולשפר את מידת ההשוואתיות בין המנפיקים המדורגים על ידי מידרוג.

ההתאמות שמידרוג מבצעת לדוחות הכספיים, אין בהן לקבוע כי הדוחות הכספיים אינם משקפים את כללי החשבונאות המקובלים. המטרה של מידרוג הינה להעמיק את הערך האנליטי בניתוח הדוחות הכספיים לצורך ניתוח האשראי.

מתודולוגיה זו מציגה קווים מנחים כלליים לביצוע התאמות לדוחות הכספיים אשר נועדו להתאים לכללי חשבונאות שונים עבור מרבית התאגידים. אולם, במקרים מסוימים מידרוג עשויה לבצע התאמות לדוחות הכספיים לצורך חישוב והצגה של מדדים פיננסיים מרכזיים באופן שונה מהקווים המנחים המובאים בדוח זה, ככל שידרש בהתאם לכללי חשבונאות ספציפיים, או בהתאם למבנה התאגדות שונה מזה של חברה בע"מ.

כמו כן, במקרים בהם ההתאמות לדוחות הכספיים לצורך חישוב והצגה של מדדים פיננסיים מרכזיים דורשים תייחסות אנליטית שונה בהתאם למאפיינים של ענפים מסוימים, מידרוג עשויה לנקוט בגישה שונה מהקווים המנחים המובאים במתודולוגיה זו, ובדרך כלל מידרוג תתייחס לכך במסגרת המתודולוגיה הענפית.

בנוסף להתאמות הסטנדרטיות בהתאם לקווים המנחים המובאים במתודולוגיה זו, בשיקול דעת וועדת הדירוג לבצע התאמות נוספות לדוחות הכספיים אשר אינן מפורטות במסמך זה, במטרה לשקף מאפיינים פונדמנטליים שונים ולשפר את מידת השוואתיות בין מנפיקים ומול קבוצת השוואה. התאמות שאינן סטנדרטיות מאופיינות בדרך כלל בשיקול דעת אנליטי רחב יותר, ואלו עשויות לכלול למשל התאמה לאיחוד יחסי של הדוחות הכספיים.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) מדדים עיקריים ונושאים נוספים לגביהם יחולו הקווים המנחים להתאמות לדוחות הכספיים (3) פירוט הקווים המנחים לפי המדדים העיקריים והתאמות נוספות (4) התאמות נוספות (5) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (6) מגבלות (7) דוחות קשורים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

קווים מנחים אלו יחולו על כלל המנפיקים, כאשר לא פורטו התאמות אחרות במתודולוגיות הספציפיות החלות עליהם. המתודולוגיה תחול על דירוגים כמתואר לעיל החל מיום 13.05.2020 ומידרוג תבחן ההשלכות על הדירוגים הרלוונטיים בחודשים הקרובים.

מתודולוגיה זו מחליפה את הדוח המתודולוגי "התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך" מיולי 2018. כמו כן, יעודכנו מתודולוגיות דירוג ספציפיות ככל שחלף ההגדרות למדדים פיננסיים המפורטות בהן יעשה שימוש בהגדרות המפורטות בדוח זה. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור ממרץ 2020 ותוצאות הערות הציבור מיום 13.05.2020, הינכם מופנים לאתר מידרוג.

מדדים עיקריים ונושאים נוספים לגביהם יחולו הקווים המנחים להתאמות לדוחות הכספיים

בחלק זה אנו מציגים את הנושאים העיקריים לגביהם יפורטו הקווים המנחים המובאים בדוח זה, כדלקמן:

- רווח תפעולי (EBIT)
- רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA)
- חוב פיננסי (Financial Debt)
- מקורות תפעוליים (FFO)
- מקורות הוניים (Cap)
- השקעות הוניות (CapEx)
- מכשירים היברידיים ומניות בכורה
- דיבידנדים לבעלי המניות (Dividends)
- ישויות בשליטה משותפת (Joint Ventures)
- תזרים חופשי (FCF)
- התאמות נוספות

שמות המונחים בעברית ובאנגלית המופיעים בדוח מתודולוגי זה וכן הגדרתם, הסברם ומשמעותם אינם זהים בהכרח למונחים דומים המופיעים בדוחות הכספיים, ובמקרים מסוימים הם עשויים להיות שונים מהגדרתם בדוחות הכספיים.

פירוט הקווים המנחים לפי הנושאים העיקריים

בחלק זה אנו מפרטים את הקווים המנחים לביצוע התאמות לדוחות הכספיים של תאגידים ואת אופן החישוב וההצגה של מדדים פיננסיים מרכזיים ונושאי התאמה נוספים. עבור כל נושא תוצג הגדרת המונח הפיננסי, הסברו ומשמעותו לפי גישת מידרוג, תיאור ההתאמות העיקריות לדוחות הכספיים בקשר עם המונח הפיננסי והמדדים הפיננסיים העיקריים הנגזרים ממנו.

רווח תפעולי (EBIT – Earnings Before Interest and Taxes)

הגדרה והסבר

רווח מפעילות לפני הוצאות מימון ומס. נתון הרווח התפעולי נלקח מדוח על רווח והפסד. נתון הרווח התפעולי מצביע על התרומה הנובעת מהפעילות והוא משקף את מאפייני ענף הפעילות, מיצובה של החברה בענף ויעילותה התפעולית. לצרכים אנליטיים, אנו עשויים לנטרל מהרווח התפעולי הכנסות/הוצאות בעלות אופי חד פעמי או שאינן חלק ממהלך העסקים השוטף של החברה. נתון הרווח התפעולי נמדד גם כשיעור ביחס להכנסות כמדד השוואתי של רווחיות מפעילות לאורך זמן ובהשוואה בין חברות.

התאמות עיקריות לחישוב רווח תפעולי

הוצאות/הכנסות אחרות: אנו עשויים לנטרל מהרווח התפעולי הוצאות/הכנסות אחרות או רווחים בעלי אופי חד פעמי או אופי הוני, כגון רווחי/הפסדי שערור, ככל שאלו דווחו כחלק מהרווח התפעולי בדוח רווח והפסד. נטרול הוצאות/הכנסות מסוג זה נועד לבדוד את הרווחים מפעילות הליבה הנמשכת, לצרכים אנליטיים ולצורך ביצוע תחזית תזרים, והוא נתון לשיקול הדעת האנליטי של וועדת הדירוג.

הוצאות שוטפות אשר לא סווגו לרווח התפעולי: כאשר מידרוג מזהה הוצאות תפעוליות שוטפות שסווגו לסעיף מימון או לסעיפי הוצאות/הכנסות אחרות וזאת בשונה מהסיווג המקובל אצל מנפיקים מדורגים אחרים בענף ההשוואה, אנו עשויים לסווג מחדש הוצאות אלו לתוך הרווח התפעולי לצורכי השוואתיות ועקביות. **ההתאמות הנדרשות:** דוח רווח והפסד: סיווג מחדש של ההוצאה שזוהתה מהוצאות המימון או מהוצאות/הכנסות אחרות לרווח התפעולי. בדרך כלל לא נדרשות התאמות לתזרים ולמאזן.

דמי ניהול חריגים חלף דיבידנד: כאשר מידרוג מזהה דמי ניהול בהיקף חריג, אשר מהווים, לפי מדיניות החברה או לפי השיפוט האנליטי שלנו, תחליף לדיבידנדים, מידרוג תנטרל את דמי הניהול החריגים מהרווח התפעולי ותסווגם כדיבידנד לבעלי המניות בתזרים פעילות מימון בדוח על תזרימי המזומנים. התאמה זו תבוצע לצורך ניתוח הרווחיות בהתאם למתודולוגיית הדירוג, במסגרת הניתוח ההיסטורי והתחזית, והן לצורך ניתוח מול קבוצת השוואה. **ההתאמות הנדרשות:** מאזן: לא נדרשת התאמה. דוח רווח והפסד: הגדלת הרווח התפעולי בגובה דמי הניהול החריגים, זקיפת מס בהתאם לרווח לפני מס המותאם. דוח תזרים מזומנים: סיווג דמי הניהול החריגים לתזרים מפעילות מימון כדיבידנד לבעלי המניות, והגדלת תזרים פעילות שוטפת בגובה דמי הניהול ובניכוי מגן המס שחושב.

היוון הוצאות מחקר ופיתוח: בהתאם לכללים החשבונאיים, נדרשות חברות בהינתן קריטריונים מסוימים להוון הוצאות מחקר ופיתוח לנכס בלתי מוחשי ולסווג את הוצאות הפיתוח בגין נכסים אלו לתזרים מפעילות השקעה, חלף הוצאה שוטפת ברווח והפסד. לחברות קיים שיקול דעת מסוים לגבי דרך ההיוון של הוצאה (דוגמת אורך חיי הנכס). מידרוג רואה בהוצאות פיתוח כהוצאה תפעולית, גם אם סווגה לתזרים מפעילות השקעה, ומידרוג תסווג מחדש הוצאות אלו לרווח והפסד לצרכים אנליטיים והשוואתיים. סיווג מחדש של הוצאות פיתוח לרווח והפסד ייעשה ככל שמדובר בהוצאה מהותית (מעל 5% מהרווח התפעולי). יוצאת מן הכלל הינה הוצאה לפיתוח תוכנה לשימוש עצמי, עברה לא תתבצע התאמה כאמור לעיל. **ההתאמות הנדרשות:** מאזן: ניכוי נכס בלתי מוחשי בניכוי מסים נדחים אל מול ההון העצמי. דוח רווח והפסד: סיווג הוצאה לפיתוח מוצר כהוצאה ברווח התפעולי והתאמת ההפרשה למסים שוטפים. דוח תזרים מזומנים: סיווג הוצאה הונית מתזרים מפעילות השקעה לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי מגן מס. יצוין כי במקרים בהם לא ניתן גילוי להוצאות הפיתוח שהונו והמידע על כך אינו זמין מידרוג עשויה שלא לבצע התאמה זו.

רווחי כלולות: מידרוג אינה כוללת רווחי/הפסדי חברות כלולות בשיטת השווי המאזני כחלק מהרווח התפעולי. יחד עם זאת, כאשר מדובר במרכיב מהותי של רווחי/הפסדי כלולות וכאשר רווחי הכלולות מגובים כדיבידנדים, מידרוג עשויה לכלול את רווחי הכלולות (או לחילופין את הדיבידנדים בגינם) או את הפסדי הכלולות כחלק מהרווח התפעולי ומדדים פיננסיים הנגזרים ממנו.

התאמות בגין נכסי זיכיון ו/או נכסים בלתי מוחשיים

מנפיקים אשר פעילותם כוללת הקמת ו/או הפעלת תשתיות לשירותים ציבוריים המבוססות על הסדרי שירות חוזיים, כגון רישיון או הסכם זיכיון (לדוגמה מתקנים פוטו-וולטאים או פרויקטי BOT), ואשר מדווחים את דוחותיהם הכספיים בהתאם לתקני IFRS, מיישמים בדוחות אחד מבין שני מודלים חשבונאיים עיקריים לרישום התשתיות ולהכרה בהכנסות בגינן, בהתאם ל-IFRIC 12: מודל רכוש קבוע או מודל נכס זיכיון ו/או נכס בלתי מוחשי, זאת כתלות במאפייני הסכם הזיכיון. מודל רישום נכסי הזיכיון מכונה גם מודל נכס פיננסי ומיושם בתשתיות בהן, בהתאם לתנאי ההסדר, המדינה שולטת ומסדירה את תנאי השירות החוזיים לכל אורך תקופת ההסדר ובנוסף ערך השייר בתום תקופת ההסדר אינו מהותי. במודל נכס פיננסי החברה רושמת הכנסות בתקופת הקמת התשתית בניגוד לרישום כהשקעה הונית תחת מודל הרכוש הקבוע.

בנוסף, במסגרת הסדרי זיכיון למתן שירותים לגופים ציבוריים להקמה ולתפעול של נכסי תשתית בתמורה לתשלומים, מכירות חלק מן החברות בנכס פיננסי ובנכס בלתי מוחשי (להלן: "המודל המשולב"). במודל המשולב, הנכס הפיננסי משקף את התשלומים הבלתי מותנים שעתידיים להתקבל מהגוף הציבורי, אשר אינם מותנים בהיקף השימוש בתשתית על ידי המשתמשים ונמדד בהתחשב בריבית סיכון מתאימה שנקבעת בהתחשב בסיכון של החברה. הנכס הבלתי מוחשי מייצג את הפער בין התמורה המיוחסת לשירותי ההקמה של נכסי התשתית לבין הסכום הבלתי מותנה שעתידי להתקבל מהגוף הציבורי (הנכס הפיננסי כאמור לעיל). הנכס הבלתי מוחשי כולל עלויות אשראי שהונו והוא משקף את הזכות לגבות דמי שימוש מציבור המשתמשים בפרויקט.

על אף שסך התקבולים ועיתוי קבלתם בפועל נותרים זהים במודל רכוש קבוע ובמודל נכס פיננסי, ויתקבלו עם אספקת השירותים בפועל, מודל הנכס הפיננסי מנתק את הקשר בין עיתוי ההכרה בהכנסה לבין עיתוי קבלת המזומנים, בניגוד למודל הרכוש הקבוע בו קיימת, בקירוב, הקבלה בין עיתוי ההכרה בהכנסה לבין מועד קבלת התקבולים. במודל רכוש קבוע, יזם שמקים תשתית מהוון את כל עלויות הבנייה לעלות הנכס, כך שעם תחילת ההפעלה הוא רושם את ההכנסות מהשימוש בתשתית, ומנגד רושם את הוצאות הפחת. בהשוואה לכך, במודל הנכס הפיננסי, בתקופת ההקמה, מוכרות הכנסות מהקמה שאין בגינן תזרים מזומנים, אשר יוצרות זכאות לתקבול בגין שירותי ההקמה בצורת נכס פיננסי שנרשם בספרי החברה, ואילו בתקופת התפעול נרשמות הכנסות תפעול בדוח רווח והפסד אשר נמוכות מהתקבולים בפועל. כמו כן, במשך תקופת ההסדר יוכרו הכנסות ריבית לפי שיטת הריבית האפקטיבית, בהתבסס על שיעור תשואה המשקף את הסיכונים הרלוונטיים בתקופות ההקמה והתפעול של התשתית. הפער בין התקבולים בפועל להכנסות בדוח רווח והפסד בתקופת התפעול, נזקף כפירעון הנכס הפיננסי שנוצר בתקופת ההקמה עד לאיפוסו בתום תקופת ההסדר.

ההבדלים בין מודל הנכס הפיננסי למודל הרכוש הקבוע עשויים להיות מהותיים. במקרים אלו, וכאשר ישנו מידע מספק, מידרוג תשקול לבצע התאמות להכנסות, להוצאות התפעול ולהכנסות הריבית, ובהתאם ל-FFO ול-EBITDA, במטרה להביא למדידת היחסים הפיננסיים באופן עקבי בין הדירוגים. נציין, כי באופן כללי, העדפתנו, הינה לשקול את המהות הכלכלית בפועל של המנפיק, וזאת, לעיתים, בשונה מהמשתקף לעיתים בהצגה החשבונאית. בהמשך למתואר לעיל, ועל מנת לשקף את התקבולים בגין התשתיות בפועל, מידרוג מבצעת התאמות אשר מטרתן לשקף את תוצאות הפעילות שהיו מתקבלות על פי מודל הרכוש הקבוע כמפורט¹:

מאזן	לחישוב הרכוש הקבוע (המתואר בדוח זה), יתווספו סעיף חלויות שוטפות של נכסי חוזה וכן סעיף נכסים פיננסיים בגין הסדרי זיכיון וסעיף נכס בלתי מוחשי.
דוח רווח והפסד	בדרך כלל, בתקופת ההפעלה יתווספו להכנסות ממכירות ומתן שירותים - הכנסות מימון ותקבולים בגין הסדר זיכיון בתזרים שוטף/השקעה. בנוסף, עבור תשתיות בתקופת ההקמה, ינטרלו הכנסות בגין פעילות ההקמה. נטרול הכנסות בגין נכס חוזה מהכנסות המימון. נטרול הפחתות בגין נכס בלתי מוחשי הקשור להסכם הזיכיון, ככל שישנן?
דוח על תזרימי מזומנים	ככל והחברה מסווגת את פירעון נכסי החוזה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת - מידרוג לא תבצע התאמות לדוח תזרימי המזומנים. ככל והחברה מסווגת את פירעון נכסי החוזה בתזרים מפעילות השקעה - מידרוג תסווג מחדש את פירעון נכסי החוזה לתזרים מפעילות שוטפת. הוצאות שימור ו/או השבת נכסים - ישנם מקרים בהם היזם נדרש, עם סיום הסכם הזיכיון, להביא את הנכס לרמת שירות / תחזוקה מסיימת, טרם השבתו למדינה. ככל ובדוחות הכספיים סווגו הוצאות אלו מחוץ לתזרימי המזומנים התפעוליים, מידרוג תבצע סיווג מחדש כך שישללו תחת התזרימים התפעוליים.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: רווחיות תפעולית (EBIT%), EBITDA, EBIT/Interest Expenses.

רווח תפעולי מנוטרל פחת והפחתות (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations, Amortizations – EBITDA)

הגדרה והסבר

רווח תפעולי בתוספת הוצאות פחת והפחתות. EBITDA אינו נתון בדוחות הכספיים, אלא הינו מדד המחושב על ידי מידרוג לצרכים אנליטיים. EBITDA מחושב כרווח תפעולי מותאם בתוספת הוצאות פחת והפחתות שנכללו ברווח התפעולי. בשונה מרווח תפעולי, EBITDA מנטרל הוצאות פחת והפחתות הנזקפות בגין רכוש קבוע, רכוש לא מוחשי וכן זכויות השימוש בגין חוזי חכירה ארוכת טווח. ניטרול פחת והפחתות נועד בין השאר 1. לבטל השפעה של השקעות בהיקפים חריגים לאורך מחזור ההשקעות של חברות; 2. לנטרל גישה שונה של חברות במדיניות הפחת או בייחוס עלות רכישות ומיזוגים בין נכסים מסוגים שונים ואת השפעה של אלו על דוח רווח

¹ לעיתים מידרוג תשתמש בנתונים פנימיים שהתקבלו מהחברה לצורך דיוק ההתאמות.

² לעיתים הפחתות אלו יוצגו כהפחתות של נכס חוזה/הסכמי זיכיון.

הפסד. 3. לאמוד באופן גס את המקורות לשירות החוב. EBITDA הינו מדד אנליטי נפוץ עבור חברות צמיחה, או לחילופין עבור חברות המאופיינות בגלים של השקעות כבדות. EBITDA נפוץ בשימוש באמות מידה פיננסיות של מממנים. לצד כל זאת, נטרול פחת והפחתות מעקר את ההשוואה בביצועים בין חברות בעלות היקפים שונים של השקעות הוניות או הוצאות חכירה בהיקפים שונים ומכאן גם מגבלותיו כמדד השוואתי. EBITDA הינו מדד אנליטי המשמש את מידרוג כנקודת מוצא לניתוח תזרימי המזומנים וכבסיס לחישוב יחסי כיסוי חוב.

חישוב EBITDA

נקודת המוצא לחישוב EBITDA הינה רווח תפעולי או רווח תפעולי מותאם, לו יש להוסיף הוצאות פחת והפחתות שנכללו ברווח התפעולי המותאם. EBITDA מחושב על בסיס דוח רווח והפסד ועל פי רוב לא ינטרל הוצאות לא תזרימיות שעוברות התאמה בדוח תזרימי המזומנים, כגון תשלום מבוסס מניות.

התאמות לחישוב EBITDA

- 1) EBITDA יותאם לפי ההתאמות שיושמו בחישוב הרווח התפעולי (EBIT).
- 2) דיבידנד מחברות כלולות: ככלל EBITDA אינו כולל את חלק החברה בחברות כלולות או דיבידנדים המתקבלים מחברות כלולות. במקרים חריגים, בהתאם לשיקול הדעת האנליטי של מידרוג, מידרוג עשויה לכלול בחישוב EBITDA דיבידנדים מחברות כלולות (ואשר אינן באיחוד או באיחוד יחסי), המהווים לפי שיקול הדעת של מידרוג, חלק אינטגרלי מהכנסות החברה וזאת כאשר להערכת מידרוג הכללת הדיבידנדים בחישוב EBITDA מחברות כלולות יש בה לאמוד במידה טובה יותר את יחסי כיסוי החוב.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: EBITDA, Debt/EBITDA

מקורות מפעולות (Funds From Operations – FFO)

הגדרה והסבר

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת בניטרול שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות לזמן קצר (שינויים בהון חוזר). FFO או מקורות מפעולות, אינו נתון בדוחות הכספיים והוא מחושב לצרכים אנליטיים. FFO נועד לאמוד את המקורות הנמשכים מהפעילות השוטפת בניטרול תזרימים חד-פעמיים ובנטרול תזרימים שמקורם בפערי עיתוי (כגון שינויים בנכסים ובהתחייבויות שוטפות או תשלומי מס בגין שנים קודמות). בשל כך, נתון המקורות מפעולות קרוב יותר לרווח והפסד מאשר לתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, ועשוי להתקיים פער משמעותי ביניהם. FFO משמש לצורך ניתוח היסטורי וניתוח השוואתי של המקורות מפעילות הליבה, לאחר מימון ומס, כנקודת מוצא לתחזית מזומנים לחברה וכן לחישוב יחס כיסוי למול החוב הפיננסי.

חישוב FFO

<p>הנתון נלקח מתוך דוח על תזרימי מזומנים בדוחות הכספיים. כאשר הוצאות ריבית מסווגות תחת "תזרים פעילות מימון", מידרוג תסווג מחדש את הוצאות הריבית לתזרים פעילות שוטפת על מנת לשפר את בסיס השוואה לחברות אחרות שמידרוג מדרגת. האמור לעיל נכון גם לגבי הוצאות ריבית שנזקפו בגין התחייבויות לחכירה במסגרת יישום תקן IFRS16.</p>	<p>נקודת מוצא: תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (Cash From Operations - CFO)</p>
<p>חישוב FFO מנטרל שינויים בהון החוזר הנובעים מפערי עיתוי בין מועד הכרה בהכנסות / בהוצאות לבין מועד הגבייה/התשלום בפועל וכן פערים הנובעים משינויים זמניים במלאי וסעיפים נוספים. במקרים מסוימים מידרוג עשויה לנטרל מההון החוזר סעיפים אשר לפי שיקול דעתה נדרשים להוות חלק מחישוב FFO. מקרים אלו ינבעו בדרך כלל משיטת דיווח שונה של מנפיקים מסוימים, או מאפייני פעילות ענפיים.</p>	<p>הוסף: שינויים נטו בסעיפי רכוש והתחייבויות</p>
<p>FFO מנטרל התאמות מסוימות שמבוצעות בדוחות הכספיים לצורך הצגת תזרים פעילות שוטפת, ואשר נובעות מפערי עיתוי בין הוצאות המימון שנזקפו בדוח רווח והפסד (כגון ריבית, הפרשי הצמדה, שערך נגזרים והפרשי מט"ח) לבין הוצאות המימון ששולמו בפועל בתקופת הדיווח. מידרוג לעומת זאת בחישוב FFO תנטרל את הריבית ששולמה וחלף זאת תפחית את הוצאות המימון כפי שנזקפו בדוח רווח והפסד.</p>	<p>הוסף ריבית ששולמה ו- (הפחת) הוצאות מימון מדוח רווח והפסד</p>
<p>תזרים המס ששולם יכלול במקרים רבים תשלום מקדמות והתחשבות בגין שנים קודמות והחזרי מסים. תזרים המס ששולם או התקבל משקף פערי עיתוי ואף שמהווה חלק ממקורות/שימושים של החברה, מידרוג תנטרל בדרך כלל תשלומי מס חריגים לצרכים אנליטיים. חלף המס ששולם מידרוג תפחית את המסים השוטפים לצורך חישוב FFO. בהיעדר מידע על מסים שוטפים (למשל בדוח הרבעוני) מידרוג תבצע אומדן למסים שוטפים על בסיס הוצאות המס מדוח הרווח וההפסד ונטרול התנועה במסים הנדחים במאזן/דוח תזרים מזומנים.</p>	<p>הוסף (הפחת): מס ששולם (שהתקבל) הפחת): מסים שוטפים - בניטרול מסים נדחים</p>
<p>הניתוח האנליטי שואף לאמוד את תזרים הליבה של החברה המהווה נקודת מוצא לתחזית תזרים מזומנים ולחישוב יחסים פיננסיים. הכנסות והוצאות חריגות או חד פעמיות הן אמנם חלק מהמקורות/שימושים של החברה, אולם פעמים רבות אינן מהוות מקור/שימוש פרמננטי. לצורך חישוב FFO מידרוג תנטרל הכנסות/הוצאות תזרימיות אשר לפי שיקול הדעת האנליטי, מוערכות כחד פעמיות ואשר אינן מהוות חלק מתזרים הליבה של החברה. ניטרול תזרימי מזומנים מסוימים מתוך תזרים פעילות שוטפת לצורך חישוב המקורות מפעולות ייעשה ככל שהמידע לגבי תזרימים אלו גלוי וזמין.</p>	<p>הוסף (הפחת): הוצאות (הכנסות) חד פעמיות</p>
<p>דיבידנדים מחברות כלולות עשויים להוות מקור שוטף ובר קיימא בפעילות החברה, לרבות כאשר חלק ניכר מפעילות החברה מתבצע באמצעות חברות כלולות. דיבידנדים אלו יכול וייסווגו שלא במסגרת תזרים פעילות שוטפת, אלא בתזרים פעילות השקעה או תזרים פעילות מימון, ולרבות גם בדרך של החזר הלוואות בעלים. בהתאם לשיקול הדעת האנליטי של מידרוג, כאשר נעריך כי תזרימים שמקורם בדיבידנדים מחברות כלולות, לרבות כהחזר הלוואות בעלים, מהווים מקור שוטף של החברה, אנו עשויים לכלול תזרימים אלו בחישוב המקורות מפעולות FFO.</p>	<p>הוסף: דיבידנדים / החזר הלוואות בעלים מחברות כלולות המהווים מקור שוטף בפעילות החברה אך מוצגים בתזרים פעילות השקעה או מימון</p>
<p>דיבידנדים מחברות מוחזקות הנם חלק מהמקורות של החברה אולם לא בהכרח מקור פרמננטי. הכללת דיבידנדים ממוחזקות או החרגתם בחישוב FFO כרוכה בשיקול דעת אנליטי, ממקרה למקרה. יש לשים לב כי החזר השקעה ממוחזקות עשוי להתקבל גם בדרך של החזר הלוואות בעלים המסווג בתזרים פעילת השקעה. רצוי כי סיווג החזר השקעה כדיבידנד או כתשלום הלוואות בעלים לא ישפיע על אמידת המקורות מפעולות.</p>	<p>(הפחת): דיבידנדים חריגים מחברות מוחזקות הרשומות בשיטת השווי המאזני ונכללים בתזרים מפעילות שוטפת.</p>

להלן הסברים משלימים לחישוב מדד מקורות מפעולות - FFO:

» *הוספת ריבית ששולמה והפחתת הוצאות מימון ברווח והפסד:* תזרים פעילות שוטפת בדוחות הכספיים מנטרל הוצאות מימון שאינן תזרימיות וחלף זאת מתאים את הרווח הנקי להוצאות המימון ששולמו בפועל בתקופת הדיווח. מידרוג סבורה כי FFO, בהיותו אומדן למקורות ברי הקיימא של החברה מפעילותה (בשונה מתזרים חופשי FCF המסכם את כלל המקורות/השימושים התזרימיים של החברה והינו פרמטר של נזילות במהותו), נדרש לנטרל פערי עיתוי ביחס לתשלום הריבית והוצאות/הכנסות מימון אחרות, גם אם הם בעלי השפעה על תזרימי המזומנים בפועל בתקופת הדוח הכספי. כך למשל: לפי כללי החשבונאות, הוצאות הריבית נזקפות בדוח על רווח והפסד על בסיס מצטבר ואילו בדוח תזרים פעילות שוטפת הן מנטרלות ומנגד מנוכה הריבית ששולמה בפועל. מידרוג מנטרלת התאמה זו ומכלילה את הוצאות הריבית כפי שנזקפו ברווח והפסד. דוגמא נוספת הם הפרשי הצמדה משערך התחייבויות פיננסיות צמודות מדד, שמנטרלים בחלקם בהתאמה לתזרים פעילות שוטפת שכן הם אינם משולמים בפועל בתקופה הדיווח אלא על פני לוח הסילוקין של החוב המוצמד. ככלל, מידרוג תכלול הוצאות אלו בתחשיב המקורות מפעולות לצרכים אנליטיים ולצרכים השוואתיים (למשל על מנת ליצור בסיס השוואה בין חברות בעלות חוב שיקלי לבין חברות בעלות חוב צמוד מדד). יחד עם זאת, הוצאות מימון או הכנסות מימון, לגביהן תעריך מידרוג כי אינן ברות קיימא, כגון רווחי/הפסדי הון מתיק ני"ע בהיקף מהותי - בדרך כלל לא יושבו חזרה לתחשיב מקורות מפעולות. מידרוג ערה לכך כי לעיתים היקף הגילוי לגבי הרכב הוצאות המימון והכנסות המימון שנטרלו או שנוספו לתזרים מפעילות שוטפת אינו מספק על מנת לבצע את ההתאמות לעיל באופן הולם. במקרים מסוימים מידרוג עשויה בשל כך שלא לבצע את ההתאמות לעיל. בנוסף, הוצאות המימון ברווח והפסד עשויות לכלול, ממקרה למקרה, סוגים שונים של הוצאות או הכנסות שאינם נכללים בהתאמות הסטנדרטיות של מידרוג ומידרוג תשקול את אופן התאמתם בהתאם למקרה. כמו כן במקרים בהם מבוצע איחוד יחסי של חברות כלולות, אזי לצרכי פשטות, נלקחים תשלומי הריבית בפועל בגין החברות הכלולות.

» *הכנסות מימון:* ככלל, הכנסות מימון מריבית שהתקבלה יכללו במקורות מפעולות אלא אם יוערכו כהכנסות שאינן בליבת הפעילות או שהן חריגות ואינן צפויות לחזור, כל זאת במטרה לייצר עוגן יציב לתחזית התזרים ולהשוואה בין מנפיקים.

» *הוסף מסים ששולמו והפחת מס שוטף בניכוי מסים נדחים:* מסים ששולמו הם פועל יוצא של התחשבות שוטפת מול מס הכנסה בקשר עם מקדמות למס והחזרי מס, לרבות בגין שנות עבר. לעומת זאת, המס השוטף הוא ביטוי למס הסטטוטורי החל על הרווח החשבונאי (בשונה מהרווח לצורכי מס). שינויים במסים נדחים מבטאים את הפער בין הרווח החשבונאי לבין הרווח לצורכי מס הכנסה (למשל בגין פחת מואץ). חישוב FFO חותר להציג את תשלום המס השוטף של החברה בניטרול פערי עיתוי בהתחשבות בין החברה לבין מס הכנסה. תשלומי מקדמות למס או תשלומי מס בגין שנים קודמות נדרשים לקבל ביטוי בדוח המקורות והשימושים של החברה (ההיסטורי או החזוי) ובסיכום התזרים החופשי (FCF). נתון המס השוטף אינו זמין בדוח כספי רבעוני ויכול שלא יהיה זמין בדוחות הכספיים כלל. במקרים אלו מידרוג עשויה לבצע אומדן לנתון זה, לבחור להשתמש בהפרשה למס בדוח רווח והפסד או להשתמש בנתון על מס ששולם, וזאת בהתאם למהותיות ולשיקול הדעת האנליטי.

» *ניטרול הוצאות/הכנסות אחרות:* נועד לנטרל תזרימים שאינם בהלימה לרווח התפעולי השוטף, המייצג את פעילות החברה. ככל שהגילוי בדוחות הכספיים מאפשר זאת ובהתאם למהותיות ולשיקול הדעת האנליטי, מידרוג תנטרל מחישוב FFO תזרימים חד פעמיים אשר מידרוג תעריך כי אינם חלק מהפעילות השוטפת של החברה, או שלא צפוי כי יימשכו. יש להדגיש כי תזרימים אלו יהוו חלק מהמקורות/השימושים הכוללים של החברה בחישוב התזרים החופשי. תזרימים אלו אינם מובאים בהכרח כסעיף הכנסה/הוצאה נפרד וניטרולם ייעשה ככל שניתן לגביהם גילוי או שניתן יהיה לזהותם.

» *דיבידנדים/החזרה ללוואות בעלים שהתקבלו מחברות מוחזקות:* תזרים פעילות שוטפת כולל בדרך כלל דיבידנדים שהתקבלו מחברות כלולות המוצגות בדוח הכספי המאוחד בשיטת השווי המאזני. הקו המנחה בהכללת דיבידנדים מכלולות בחישוב FFO הינו מידת היותם ברי קיימא, במידה שניתן לבסס עליהם את שירות החוב לאורך זמן ומכאן שגם

יגולמו ביחסי הכיסוי הצפויים לחברה. ככל שמידרוג תעריך כי הדיבידנדים חריגים בהיקפם או בעיתויים, הם יהוו מקור לטווח הקצר בלבד ויוצגו כחלק מהתזרים החופשי אך לא בחישוב FFO. כל האמור לעיל נוגע גם להחזרי הלוואות בעלים.

התאמות לחישוב FFO

- 1) התאמות שיושמו בחישוב רווח תפעולי ו-EBIDTA ייושמו גם בחישוב FFO, לפי הרלוונטיות.
- 2) בענפים מסויימים בהם השינויים בהון החוזר כוללים סעיפים יחודיים של שינויים במלאי (כגון מכירה ורכישה של כ"ר בענף הליסינג התפעולי, או רכישה ומכירה של קרקעות ויח"ד בענף הנדל"ן) עשוי חישוב FFO לכלול התאמות נוספות בהתאם למתודולוגיית הדירוג, לנסיבות העניין ולשיקול הדעת האנליטי של מידרוג.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: FFO, FFO-CapEx, Debt/FFO

השקעות הוניות (Capital Expenditure/CapEx)

הגדרה והסבר

סכום ההשקעות ההוניות נתון בסעיף תזרים פעילות השקעה בדוח על תזרימי מזומנים (או בסעיף תזרים פעילות שוטפת עבור חברות שליבת פעילותן הינה השקעה בנכסים קבועים, נדל"ן ומקרקעין). לצרכים אנליטיים, אנו כוללים בהגדרת השקעות הוניות (CapEx) ארבעה סוגים עיקריים של השקעות: (1) השקעות ברכוש קבוע ומקרקעין, (2) השקעות ברכוש אחר כגון מוניטין ורכוש לא מוחשי, (3) רכישת נדל"ן להשקעה, (4) השקעות ברכישת פעילות או השקעות בחברות מוחזקות, (5) מרכיב הפחת המיוחס להתחייבויות חכירה. ככלל, השקעות בנכסים פיננסיים במסגרת ניהול נזילות החברה לא ייחשבו בהגדרת השקעות הוניות לצרכים אנליטיים.

התאמות לחישוב השקעות הוניות

- 1) **סיווג מחדש של קרן חכירה מתזרים פעילות מימון לתזרים פעילות השקעה:** בהתאם לכללי החשבונאות IFRS, הוצאות חכירה מסווגות למרכיב פחת בגין זכויות שימוש ולמרכיב ריבית בגין התחייבויות החכירה. מרכיב הפחת המיוחס להוצאות החכירה מנוטרל לפיכך מתזרים פעילות שוטפת בדוח על תזרימי מזומנים ונרשם בתזרים פעילות מימון כתשלום קרן התחייבויות חכירה, ובסך הכל אין השפעה על תזרים המזומנים הכולל. לגישתה של מידרוג, הוצאות החכירה כמוהן כהשקעה הונית בזכויות שימוש, ולכך מידרוג מסווגת מחדש את תשלום הקרן בגין התחייבויות חכירה מסעיף תזרים פעילות מימון לסעיף תזרים פעילות השקעה והוא נכלל בסכום ההשקעות ההוניות. עבור חברות המדווחות לפי תקינה אמריקאית, מרכיב הקרן בגין הוצאות החכירה הנכללות בתזרים פעילות שוטפת והוא יסווג מחדש לתזרים פעילות השקעה (להרחבה לעניין התאמות בקשר עם התחייבויות חכירה ראה גם בהמשך).
- 2) **תמורה ממכירת נכסים:** תמורה ממכירה או מימוש של רכוש קבוע/רכוש אחר/נכסי נדל"ן או מכירות פעילות לא תנוכה בחישוב ההשקעות ההוניות אלא תחשב כמקור נוסף אחר, אלא אם מכירת רכוש מהווה חלק מליבת הפעילות של החברה.
- 3) **ניטרול הוצאות פיתוח שהונו:** ככל שהוצאות פיתוח מהוונות נכללו בחישוב הרווח התפעולי המותאם, במסגרת ההתאמות שמידרוג עורכת לרווח התפעולי, הוצאות אלו ינוטרלו בהתאמה מסעיף ההשקעות ההוניות, וזאת ככל שניתן יהיה לזהותן.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: CapEx, EBITDA-CapEx, FFO-CapEx

דיבידנדים לבעלי המניות ודיבידנדים בגין מניות הבכורה

הגדרה והסבר

תמורה כספית או נכסים המועברים לבעלי המניות מתוך הרווחים הצבורים לחלוקה או בדרך של הפחתת הון. סכום הדיבידנד ששולם לבעלי המניות בחברה מסווג כהוצאה בתזרים פעילות מימון בדוח על תזרימי המזומנים בדוחות הכספיים.

התאמות לחישוב דיבידנדים לבעלי המניות

במסגרת הקווים המנחים של מידרוג יכללו בסכום הדיבידנדים הסעיפים כדלקמן:

- (1) חלוקת רווחים מתוך העודפים לחלוקה או בדרך של הפחתת הון
- (2) פירעון הלוואות בעלים שאינן מסווגות כחוב פיננסי לפי המתודולוגיה של מידרוג לסייג הלוואות בעלים³
- (3) פרעון שטרי הון שהעמידו בעלי המניות
- (4) דמי ניהול/תשלומים אחרים אשר לשיפוט של מידרוג מהווים תחליף דיבידנד
- (5) רכישה עצמית של מניות החברה
- (6) חלוקת נכסים בדרך של דיבידנד בעין
- (7) תשלומים בקשר עם מניות בכורה, הלוואות בעלים או מכשירי הון דומים יכללו בתחשיב הדיבידנד לפי שיעור ההכרה בהן שיוחס למכשירים אלו בהתאם למתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: DIV, FCF

תזרים חופשי (Free Cash Flow – FCF)

הגדרה והסבר

תזרים פעילות שוטפת בניכוי השקעות הוניות, בניכוי דיבידנדים לבעלי המניות בחברה ובניכוי דיבידנדים למיעוט בחברות מאוחדות. התזרים החופשי אינו נתון בדוחות הכספיים אלא מחושב על ידי מידרוג לצרכים אנליטיים.

התזרים החופשי נועד לאמוד את עודף המקורות של החברה לצורך שירות החוב הפיננסי או צבירת מזומנים, או לחילופין את הגירעון התזרימי של החברה שעשוי להוביל לגידול בחוב הפיננסי או ירידה ביתרות הנזילות. התזרים החופשי משמש את מידרוג להערכת נזילות החברה וכן על מנת להעריך את התפתחות החוב הפיננסי ורמת המינוף של החברה. התזרים החופשי יכלול גם מקורות/שימושים שלא נכללו בחישוב FFO או CapEx, כגון תזרימי מזומנים ממכירת נכסים, גיוס הון מניות, תשלומי מס בגין שנים קודמות או מקדמות למס וכן סוגים נוספים של תקבולים ותשלומים לרבות תזרימים חד פעמיים.

חישוב FCF

תזרים מפעילות שוטפת בניכוי השקעות הוניות בניכוי דיבידנדים לבעלי המניות בחברה ובניכוי דיבידנדים לבעלי זכויות מיעוט בחברות מאוחדות.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: FCF, FCF/Debt

³ ראה מתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי.

חוב פיננסי (Debt/Net Debt)

הגדרה והסבר

הון זר מימוני אשר נושא התחייבות חוזית לתשלומים עתידיים בגין קרן ו/או ריבית.

החוב הפיננסי אינו מהווה סעיף נפרד בדוחות הכספיים והוא מחושב על ידי מידרוג לצרכים אנליטיים.

חישוב חוב פיננסי

חוב פיננסי מחושב כסכום ההתחייבויות נושאות הריבית (קבועה או משתנה או גלומה) ועומדות בלוח סילוקין (בין אם קבוע ובין אם נתון לשינויים). חוב פיננסי כולל את ההתחייבויות המאזניות של החברה לבנקים, למחזיקי אגרות חוב, למממנים חוץ בנקאיים או מממנים אחרים. מידרוג אינה כוללת בחוב פיננסי התחייבויות תפעוליות לטווח קצר כגון התחייבויות לספקים או זכאים אחרים המהוות חלק מהמחזור התפעולי של החברה.

התאמות לחישוב חוב פיננסי

להלן סוגי התחייבויות עיקריים בגין מידרוג מבצעת התאמות לחוב פיננסי על מנת לשקף התחייבויות שדומות במאפיינים שלהן לחוב פיננסי⁴:

- 1) התחייבויות לז"א וחלויות שוטפות בגין חכירה במאזן
- 2) התחייבות פנסיונית במסגרת תוכנית הטבה מוגדרת
- 3) התחייבויות חוץ מאזניות בעלות אופי מימוני
- 4) התחייבויות מאזניות אחרות
- 5) מזומנים ושווי מזומנים

הנושאים המוצגים לעיל, ואשר מידרוג מבצעת בגינם התאמות לחישוב החוב הפיננסי והתאמות להצגת הדוחות הכספיים כמפורט להלן, מהווים רשימה מקיפה אך לא מלאה של נושאי ההתאמות שמידרוג עשויה לבצע. לצד זאת, מידרוג עשויה לבצע התאמות נוספות לחוב הפיננסי שאינן מופיעות בדוח מתודולוגי זה, בכל מקרה לגופו, בהתאם לשיקול הדעת האנליטי מידרוג.

התאמות בגין התחייבויות לחכירה

מידרוג מוסיפה התחייבויות חכירה לחוב הפיננסי המותאם מכיוון שלהערכת מידרוג אלו התחייבויות הדומות במאפייניהן להתחייבות פיננסיות, בהתחשב באופי הקבוע מראש של התשלומים, במשך תקופת החכירה הארוך ובחוסר היכולת לדחות את תשלומי החכירה מבלי שהדבר יסכן את כושר החזר האשראי של החברה. התאמת החוב הפיננסי להתחייבויות חכירה עשויה לשפר את יכולת ההשוואה האנליטית בין מנפיקים שמימנו את נכסיהם בחוב לבין מנפיקים המחזירים נכסים לזמן ארוך. בו בזמן, מידרוג סבורה כי קיימים הבדלים מסוימים בין נטילת התחייבות פיננסית לבין התקשרות בחכירה ארוכת טווח, שיש בהם להשליך על מידת הגמישות הפיננסית של המנפיק, כתלות בסוג הנכסים המוחזרים, במשך החכירה וכן בסביבה העסקית בה פועל המנפיק.

במקרים מסוימים, ייתכן שמידרוג תהיה סבורה כי היקף החכירה המדווח הינו נמוך יחסית בשל חוזים קצרים מאוד, אך הכרחיים, או כי היקף ההתחייבות המדווח בגין חכירה הינו גבוה יחסית בשל חוזים ארוכים, אך בעלי תנאים גמישים יחסית. ככלל, מידרוג תביא בחשבון מקרים אלו באופן איכותי במסגרת המידרוג או במקרים מסוימים כהתאמה נוספת. כמו כן, במקרים מסוימים בהם קיימים חוזים אשר לא סווגו כהתחייבות לחכירה, אך הינם בעלי מאפיינים התחייבותיים, אנו עשויים לבצע התאמה נוספת בגינם.

אלו ההתאמות הסטנדרטיות לדוחות הכספיים שמיישמת מידרוג בקשר עם התחייבויות לחכירה:

⁴ לגבי התאמות לחוב הפיננסי הנובעות מסיווג של מכשירים היברידיים לסל של חוב/הון - ראה סעיף נפרד בהמשך הדוח.

התאמות מידרוג לחכירות תחת כללי החשבונאות הבינלאומיים IFRS 16

לא נדרשת התאמה, אלא סיווג בלבד של התחייבויות החכירה כחוב פיננסי	מאזן
לא נדרשת התאמה	דוח רווח והפסד
אנו מסווגים מחדש את תשלומי הקרן בגין התחייבויות החכירה מתזרים פעילות מימון לתזרים פעילות השקעה	דוח על תזרימי מזומנים

התאמות מידרוג לחכירות תחת כללי החשבונאות האמריקאיים תקן ASU 16-02 – US GAAP

לא נדרשת התאמה, אלא סיווג בלבד של התחייבויות החכירה כחוב פיננסי	מאזן
אנו מסווגים מחדש את הוצאות החכירה כהוצאות ריבית וכהוצאות פחת לפי החישוב להלן, ומתאימים את הוצאות התפעוליות בהתאמה:	דוח רווח והפסד
- הוצאות מימון בגין חכירה מחושבות כסכום התחייבויות החכירה מוכפל בשיעור ההיוון הממוצע של התחייבויות החכירה	
- הוצאות פחת בגין חכירה מחושבות כסכום הוצאות החכירה פחות סכום הוצאות המימון כדלעיל	
אנו מסווגים מחדש את הוצאות הפחת בגין חכירה מתזרים פעילות שוטפת לתזרים השקעה	דוח על תזרימי מזומנים

התאמה לחוב הפיננסי בגין התחייבויות פנסיוניות במסגרת תכנית הטבה מוגדרת

מידרוג סבורה כי גרעון בגין תכנית הטבה מוגדרת לפנסיה מהווה מעין חוב פיננסי בשל המאפיינים החוזיים והרגולטוריים של התחייבות זו. אנו מודדים את גובה ההתחייבות כעודף ההתחייבות בגין הטבה מוגדרת במאזן מעבר לשווי ההוגן של נכסי התכנית במאזן. ניכוי הנכסים המיועדים לתכנית הטבת מוגדרת ייעשה ככל שנכסים אלו נשמרים בחשבון נאמנות ייעודי למטרה זו. עודף ההתחייבויות יתווסף לחוב הפיננסי המותאם וישמש בנייתוח האנליטי ובחישוב יחסי הכיסוי.

התאמת החוב הפיננסי לתכנית הטבה מוגדרת תיעשה כאשר ההתחייבויות בגין תכנית הטבה מוגדרת תוערך על ידי מידרוג כמהותית ביחס להיקף החוב הפיננסי (מעל 3.0% מהמאזן). להלן ההתאמות הסטנדרטיות בגין התחייבות להטבה פנסיונית במסגרת תכנית הטבה מוגדרת:

לא נדרשת התאמה, אלא התאמת החוב הפיננסי בסכום עודף התחייבויות מעל גובה הנכסים המיועדים בגין תכנית הטבה מוגדרת	מאזן
זקיפת הוצאות מימון בגין מרכיב החוב התיאורטי שהתווסף לפי שיעור הריבית המייצג של החברה; זקיפת עודף הוצאות/הכנסות מימון בגין התחייבויות פנסיוניות מעבר לריבית התאורטית שהתווספה לעיל, להוצאות/הכנסות אחרות	דוח רווח והפסד
זקיפת עודף תשלומים של המעביד בגין התחייבויות פנסיוניות מעבר לעלות השירות השוטף מתוך תזרים פעילות שוטפת לתזרים פעילות מימון	דוח על תזרימי מזומנים

התאמות לחוב הפיננסי בקשר עם התחייבויות מאזניות אחרות

להלן גישת מידרוג להתאמות לחישוב החוב הפיננסי והתאמות נדרשות לדוחות הכספיים בקשר עם התחייבויות נוספות במאזן:

נושא	מהות ההתאמה והסבר	התאמות נדרשות לדוחות הכספיים
התחייבויות לספקים לז"א	התחייבויות לספקים לז"א נושאות פעמים רבות אופי של התחייבות פיננסית, בעלות לוח סילוקין מנדטורי ונושאות ריבית. באופן מהותי הן מהוות סוג של מקור הון זר מימוני.	הוספת התחייבות מאזנית לספקים לז"א לחוב הפיננסי מבלי לבצע התאמות במאזן. הוצאות המימון בגין התחייבות זו יתווספו לסך הוצאות המימון ככל שניתן יהיה לזהותן.
התחייבות בקשר עם אופציית מכר לרכישת זכויות המיעוט בחברות מאוחדות	התחייבות של החברה לרכוש את חלק המיעוט בחברה כלולה או מאוחדת, בתנאים שנקבעו בהסכם האופציה. התחייבות זו מוצגת במאזן החברה בערך מהוון בהתאם לנוסחת מימוש האופציה.	הוספת ההתחייבות בגין אופציית מכר לחוב הפיננסי בהתאם לערכה המאזני מבלי לבצע התאמות במאזן. זקיפת הוצאות המימון הנובעות משערור האופציה להוצאות המימון (אם זו אינה נכללת כבר במסגרת הוצאות המימון).
התחייבות בקשר עם תשלומים נדחים או מותלים במסגרת עסקאות רכישה	במסגרת עסקאות רכישה, התשלום בגין הרכישה יכול ויכלול תשלומים נדחים שישולמו במועד עתידי, כדוגמת "הלוואת מוכר", או תשלומים המותלים בארוע או ביצועים עתידיים. אנו סבורים כי במקרים רבים, התחייבויות לתשלום נדחה או תשלום מותלה בעסקאות רכישה הנכללות בדוחות הכספיים של הרוכש מהוות מעין חוב פיננסי, מכיוון שבהיעדר חלופה זו, הרוכש היה נדרש לממן את התשלום באמצעות חוב פיננסי. במקרים מסוימים בהם התשלום המותלה מותנה בהתקיימות אבני דרך משמעותיות, אלו ייבחנו בהתאם למקרה.	הוספה התחייבות מאזנית בגין תשלום נדחה או תשלום מותלה לחוב הפיננסי. הכנסה או הוצאה שיוכרו בגין שערור ההתחייבות יסווגו כהכנסה/הוצאה אחרת שלא חלק מפעילות הליבה של החברה.
עודף נכסים/עודף התחייבויות בקשר עם גידור חשיפת ריבית של חוב פיננסי	נכסים/התחייבויות בקשר עם גידור חוב פיננסי מופחתים/מתווספים כחלק אינטגרלי מיתרת החוב הפיננסי או נגזר משוּבֵּץ בחוב פיננסי.	הפחתת עודף הנכסים מחישוב החוב הפיננסי או הוספת עודף ההתחייבויות לחישוב החוב הפיננסי, מבלי לבצע התאמות למאזן.
התאמות להצגת החוב הפיננסי בערך התחייבותי	חברות עשויות לאמץ מדיניות להצגת החוב הפיננסי לפי שווי הוגן, חלף ערכו ההתחייבותי. אנו מתאימים את החוב לערך ההתחייבותי לצורך עקביות והשוואתיות.	הפער בין שווי הוגן לבין ערך התחייבותי יתווסף/יופחת לחוב הפיננסי כאשר הפרש בניהם שנזקק להוצאות המימון יירשם כהוצאות/הכנסות אחרות. במידת הצורך יותאם ההון העצמי.

התאמות לחוב הפיננסי בגין התחייבויות חוץ-מאזניות בעלות אופי מימוני

ניכיון נכסים/פקטוריינג: מכירת נכסים תפעוליים במסגרת ניכיון/פקטוריינג מהווה אמצעי מימון אלטרנטיבי לשיטה השכיחה של נטילת אשראי כנגד שעבוד נכסים. למרות שהחשבונאות מכירה במכירה של הנכסים כמכר מלא, המכירה יוצרת חוסר עקביות ביחס לחברות שבחרו בשיטת המימון רגילה באמצעות חוב פיננסי. מכירת הנכסים מהווה ניצול של גמישות פיננסית, ואלא אם החברה תמשיך לעד בפעולת הניכיון, הנכסים והחוב בגינם צפויים לשוב למאזנה במוקדם או במאוחר.

להלן ההתאמות הסטנדרטיות בגין ניכיון נכסים/פקטוריינג:

מאזן	הוספת סכום הניכיון למאזן כהתחייבויות לז"ק וכנס לז"ק
דוח רווח והפסד	ככל שהוצאות הניכיון סווגו בסעיף הוצאות המימון - לא נדרשת התאמה
דוח על תזרימי מזומנים	לא נדרשת התאמה

ערבויות פיננסיות חוץ מאזניות לצדדים שלישיים ומנגנונים שונים לתמיכה בצדדים שלישיים: בדרך כלל, ערבויות פיננסיות לצדדים שלישיים (שאינם חלק מהדוחות המאוחדים) מהוות התחייבות לשאת בהתחייבויות הנערב בגובה סכום הערבות. לאור זאת הן מהוות מעין חוב פיננסי פוטנציאלי של החברה. יתכנו מנגנונים תחליפיים לערבות (גם אם חלשים ממנה), כגון הצהרת תמיכה או מכתב תמיכה, אשר הכללתם במסגרת החוב תישקל במסגרת ההתאמות לחוב הפיננסי לפי המקרה, בהתאם להערכת מידרוג את הסבירות למימוש הערבות, כולה או חלקה. הערכת הסבירות למימוש הערבות תביא בחשבון את מהות הערבות ואת מאפייני היישות הנערבת. הוספת ערבויות פיננסיות או מנגנונים תחליפיים לערבות כמתואר לעיל לחישוב החוב הפיננסי מבלי שתבוצע התאמה לדוחות הכספיים.

ערביות פיננסיות לצדדים שלישיים המופיעות במאזן החברה: ערביות פיננסיות שהעמידה החברה ויפיעו כהתחייבות במאזן החברה, יבטאו בדרך כלל את מידת הסבירות להתממשותן דרך שערותן לפי שווי הוגן. ערבות פיננסית ששוויה הוגן מהותי דיו משקפת סיכון לתשלום עתידי של הערב לטובת הנערב ומידרוג בדרך כלל תוסיף ערבות זו במלואה לחוב הפיננסי לפי ערכה הנקוב המלא, גם אם זה גבוה משוויה הוגן במאזן.

ניכוי מזומנים מהחוב הפיננסי ברוטו

כאשר מידרוג תעריך כי בידי החברה עודפי מזומנים המיועדים לטובת שירות חוב וכי השימוש ביתרות המזומנים להקטנת חוב תואם את מדיניותה הפיננסית של החברה, אזי מידרוג תנכה מהחוב הפיננסי מזומנים (שאינם משועבדים או מוגבלים לטובת בעלי החוב).

להלן הקריטריונים לבחינת עודפי נזילות לניכוי מיתרת החוב:

- » מזומנים מוגבלים: כאשר לחברה מזומנים ושווה מזומנים ופקדונות שאינם זמינים לשימוש שוטף הם יסווגו בד"כ בדוחות הכספיים כמזומנים ושווה מזומנים/פקדונות מוגבלים בשימוש (בד"כ כמכוח הסכמים וחוזים מול גורמי מימון/לקוחות/גופי מדינה ועוד, לדוגמא: מזומנים בנאמנות לטובת הוצאות שהוגדרו בחוזה לרבות תשלום ריבית, פקדונות בחשבונות ליווי בנייה, מזומנים משועבדים לטובת התחייבויות השקעה). מזומנים ופקדונות מוגבלים בשימוש לא ינוכו מהחוב הפיננסי לצורך חישוב יחסים פיננסיים מכיוון שהם אינם זמינים לצורך פרעון חוב. מזומנים ושווה מזומנים המשועבדים לטובת מלווים/מחזיקי אג"ח לצורך פרעון חוב או שאין מניעה להשתמש בו לצורך פירעון חוב ינוכו מהחוב הפיננסי לצורך חישוב חוב פיננסי נטו.
- » מדיניות פיננסית: כאשר לחברה מדיניות התומכת בשימור רמת החוב הקיימת ואף בהגדלתו, אין להניח כי לאורך זמן החברה תשתמש ביתרות המזומנים לצורך הקטנת חוב
- » צרכים תפעוליים שוטפים: ככלל, חברות תפעוליות נדרשות ליתרות מזומנים מינימליות לצרכים שוטפים על פני החודש ולאורך הרבעונים. בחברות תפעוליות, מזומנים המהווים 3%-5% מסך המאזן ייחשבו כמזומנים תפעוליים למימון ההון החוזר ומידרוג לא תיטה לנכותם מהחוב הפיננסי
- » בחינת התזרים החופשי (FCF) של החברה לטווח הקצר: ככל שלחברה צפוי תזרים חופשי צר או שלילי, יש להניח כי עודפי הנזילות הקיימים יוותרו בקופת החברה, והחברה תידרש למחזר התחייבויות לצורך שירות החוב
- » לעיתים עודפי מזומנים גבוהים מיועדים למיזוגים ורכישות. גם אם בהיעדר עסקאות קונקרטיות על הפרק, ההנחה הסבירה כי המזומנים העודפים ישמשו למטרה זו ולא להקטנת חוב
- » שליטה על המזומנים: בניתוח המאזן יש לבחון את מידת השליטה של החברה על יתרות המזומנים כמקור לשירות חוב בטווח הקצר. בתוך כך יש להימנע מגריעת מזומנים מהחוב כאשר הם משועבדים לצד שלישי, מוגבלים בשימוש (שלא מצד בעלי החוב עצמם), מצויים בשליטה משותפת או שקיימות מגבלות על העברתם בין טריטוריות בינלאומיות

התאמות בגין שותפי מס

מנפיקים הפועלים בתחומי האגריגה המתחדשת, נהנים לעיתים מתמריצי מס הרלוונטיים לענף. בפרט בארה"ב, הממשל הפדראלי מעניק תמריצים כלכליים לפרויקטי אנרגיה מתחדשת, כדוגמת הטבות פחת וכן הטבת ה-PTC (Production Tax Credit) והטבת ה-ITC (Investment Tax Credit), אשר ניתנות לשימוש כנגד חבות מס פדראלית בארה"ב. הטבות המס השונות ניתנות לניצול באופן מיטבי בעיקר דרך התקשרות עם שותף מקומי בעל חבות מס פדראלית. במסגרת ההתקשרות, שותף המס מעמיד חלק מההון הנדרש להקמת הפרויקט, בתמורה לקבלת מרבית הטבות המס, הפחת וחלק מסוים מרווחי הפרויקט בשנות הפעילות הראשונות.

בדוחות הכספיים המדווחים על פי תקני IFRS נרשמות בגין הטבה זו התחייבויות שונות הנגזרות מההסכם עם שותף המס, הכוללות את הסכומים שהתקבלו משותפי המס, סכומים חזויים שישולמו לשותפי המס מתוך התזרים הפנוי לחלוקה בגין השקעתם בפרויקט וכן הטבות מס חזויות שיועברו משותפיות הפרויקטים לשותף המס. בפועל, המנפיק אינו אמור לפרוע בפועל את רוב ההתחייבויות הנ"ל, בהתאם לתנאי ההסכמים, למעט במקרי קיצון. לאור זאת, זכויות שותף המס המוצגות כהתחייבויות בדוחות הכספיים לא

נלקחות על ידי מידרוג כחלק מהחוב הפיננסי בחישוב היחסים הפיננסיים. נציין, כי במקרי קיצון מסוימים, ככל ומידרוג תעריך כי ישנה סבירות שהמנפיק יאלץ לשאת בחלק מהתחייבויות אלו, היא עשויה לכלול את ההתחייבויות, בגין חלק מהפרויקטים, כחלק מהחוב הפיננסי.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: Total Debt/ Net Debt, Debt/EBITDA, Debt/FFO, Debt/Cap, Net Debt/Net Cap

מקורות הוניים (קאפ/Capitalization)

הגדרה והסבר

סכום החוב הפיננסי בתוספת ההון העצמי, זכויות מיעוט והתחייבות למסים נדחים לזמן ארוך. קאפ אינו מהווה נתון בדוחות הכספיים והוא מחושב על ידי מידרוג כמדד אנליטי. הקאפ מבטא את מקורות ההון המימוניים של החברה לסוגיהם השונים, קרי מקורות שאינם תפעוליים. ההתחייבות לזמן ארוך בקשר עם מסים נדחים מהווה סוג שלישי של התחייבות זרה (שאינה חוב פיננסי ואינה הון) אולם היא מקור מימוני כנגד תשלום עתידי של מס. סכום המקורות ההוניים מהווה בסיס למדידת רמת מינוף והשוואה של רמות מינוף בין חברות, כדוגמת היחס הנפוץ חוב לקאפ (Debt to Cap).

חישוב קאפ

קאפ או קאפ מותאם הינו סכום של הרכיבים הבאים:

- 1) חוב פיננסי מותאם / חוב פיננסי נטו מותאם
- 2) הון עצמי וזכויות מיעוט (לרבות התאמות רלוונטיות)
- 3) התחייבות ל"א למסים נדחים - יובהר כי מידרוג אינה מפחיתה נכסי מיסים נדחים, אלא אם נכסי המסים הנדחים מנוכחים מסעיף התחייבויות בספרי החברה וביחס לכך לא תבוצע התאמה נוספת

התאמות לחישוב הקאפ

התאמות שבוצע לחוב הפיננסי ולהון העצמי ישמשו גם בחישוב קאפ מותאם.

מונחים פיננסיים ומדדים קשורים: Total Cap, Debt/Cap, Net Debt/Net Cap

מכשירי מימון המשלבים מאפיינים של חוב והון (מכשירים היברידיים ומניות בכורה)

הגדרה והסבר

חובות היברידיים ומניות בכורה משלבים בדרך כלל מאפיינים של הון עצמי ומאפיינים של חוב. מכשירים אלו מאופיינים בדרך כלל בנדחות חוזית ואף תזרימית בחלק מהמקרים וכן במנגנוני ספיגת הפסדים (דחיית או מחיקת/ המרת תשלומי ריבית וקרן), אשר הינם חלק מהמאפיינים ההוניים של המכשיר. לצד זאת קיימים במכשירים אלו מאפייני חוב, בעיקר לוח סילוקין מוגדר שאי שירותו לפי תנאי המכשיר עלול להוביל לכשל פירעון או חוב פגום.

מידרוג מסווגת מכשירים היברידיים ומניות בכורה ל-5 "סלים" על הספקטרום שבין חוב להון: (1) 0% הון; (2) 25% הון; (3) 50%; (4) 75% הון ו- (5) 100% הון. יחד עם זאת, במידה ומנפיקים קרובים לכשל פירעון, סיווג של המכשיר ההיברידי יהיה בהתאם לזכויות בפירוק: משקל של 100% הון יינתן עבור מכשירים נחותים מאוד כדוגמת מכשירים שאינם בעלי חוב בפירוק ואינם יכולים להעמיד את ההתחייבות כלפיהם לפירעון מיידי (מניות בכורה למשל), ואילו משקל של 0% הון יינתן למכשירים בעלי מעמד של חוב בסדר הנשייה בפירוק. לגישתנו, מנפיקים הקרובים לכשל פירעון נוטים להיות בעלי מבנה הון דינאמי והנחת הבסיס הינה כי חברות הקרובות לכשל

פירעון יעשו שימוש במנגנונים לספיגת הפסדים בסבירות גבוהה. הסיווג לעיל ישפיע בעיקר על מבנה והרכב ההון במאזן וכנגזר על יחסי המינוף המאזניים והתזרימיים של המנפיק.⁵

התאמות לסיווג של מכשיר היברידי, מניות בכורה או הלוואות בעלים

להלן ההתאמות שמבצעת מידרוג על מנת לסווג מחדש כהון מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים המסווגים כהתחייבות בדוחות הכספיים:

מאזן	מידרוג תסווג להון העצמי מכשירים היברידיים שסווגו כהתחייבות בדוחות הכספיים, לפי סל ההקצאה ההונית שנקבע למכשיר ההיברידי בהתבסס על הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים.
דוח רווח והפסד	מידרוג תסווג את הוצאות המימון שנקפו בדוח רווח והפסד בגין המכשיר ההיברידי או מניות הבכורה כדיבידנדים עדיפים בדוח תזרימי מזומנים (תזרים פעילות מימון), וזאת לפי המשקל ההוני שניתן למכשיר ההיברידי או למניות הבכורה, בהתבסס על הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים. כפועל יוצא הרווח הנקי והתזרים מפעילות שוטפת יגדלו בגובה הוצאות המימון שסווגו מחדש בניכוי מגן המס. הוצאות המימון עשויות לכלול שערך של אופציית המרה הגלומה במכשירים היברידיים או מניות בכורה, ומרכיב זה של הוצאות מימון לא יסווג מחדש.
תזרים מזומנים	מידרוג תסווג את הוצאות המימון בגין המכשיר ההיברידי או מניות הבכורה מסעיף תזרים פעילות שוטפת לסעיף תזרים פעילות מימון, כדיבידנדים עדיפים, לפי שיעור המרכיב ההוני שנקבע למכשיר ההיברידי, למניות הבכורה או להלוואות בעלים, בהתבסס על הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים.

להלן ההתאמות שמבצעת מידרוג על מנת לסווג מחדש כחוב מכשירים היברידיים או מניות בכורה המסווגים כהון בדוחות הכספיים:

מאזן	מידרוג תסווג כחוב פיננסי מכשירים היברידיים, מניות בכורה או הלוואות בעלים אשר סווגו כהון עצמי בדוחות הכספיים, לפי הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים.
דוח רווח והפסד	מידרוג תסווג את הדיבידנדים העדיפים בדוח תזרים המזומנים (תזרים פעילות מימון) כהוצאת מימון בדוח רווח והפסד, לפי שיעור מרכיב החוב שנקבע למכשיר ההיברידי, למניות הבכורה או להלוואות בעלים, בהתבסס על הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים. כפועל יוצא, הרווח הנקי ותזרים מפעילות שוטפת יקטנו בגובה הוצאות המימון שנקפו לרווח והפסד בניכוי המס.
תזרים מזומנים	מידרוג תסווג את הדיבידנדים העדיפים בגין המכשיר ההיברידי, מניות הבכורה או הלוואות בעלים מתזרים פעילות מימון לתזרים פעילות שוטפת, לפי שיעור מרכיב החוב שנקבע למכשיר ההיברידי, למניות הבכורה או להלוואות בעלים, בהתבסס על הקווים המנחים של מידרוג להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים.

לפרטים נוספים אודות הכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים ראה מתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי.

ישויות בשליטה משותפת (joint ventures) והשקעות בשיטת השווי המאזני

הגדרה והסבר

ישויות בשליטה משותפת והשקעות אחרות בשווי מאזני. מידע על ישויות בשליטה משותפת והשקעות אחרות בשיטת השווי המאזני מצוי בביאורים לדוחות הכספיים ובדוחות ההנהלה. ישויות בשליטה משותפת נפוצות במגוון רחב של ענפים ובדרך כלל נועדו לספק יתרונות אסטרטגיים למטרות של שיווק, הפצה, ייצור ומימון. על פי רוב ישויות בשליטה משותפת תכללנה בדוחות הכספיים בשיטת

⁵ למידע נוסף אודות גישת מידרוג לסיווג של מכשירים היברידיים ומניות בכורה ראה מתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה שניתן למצאה בחלק על דוחות קשורים בדוח מתודולוגי זה.

האקוויטי. הניתוח של ישויות בשליטה משותפת עשוי להיות מורכב ובפרט כאשר נדרש לקבוע כיצד נחלקים הסיכונים בין הצדדים לשותפות/לאחזקה. במקרים מסוימים, ועל מנת לשקף את מאזן הסיכונים אליו חשוף המנפיק באמצעות האחזקה ביישום הכלולה, מידרוג תשקול לבצע איחוד יחסי פרופורמה של ישות בשליטה משותפת או חברה כלולה בשווי מאזני. לחילופין, מידרוג עשויה לשקול לשקף את החשיפה לסיכונים של ישות משותפת או חברה כלולה באמצעות תרחישים לגבי התמיכה שיידרש המנפיק לספק לחברה הכלולה, גם בהיעדר ערבות פורמלית.

התאמות לאיחוד יחסי של ישויות בשליטה משותפת או חברות כלולות

מידרוג תשקול להתאים את הדוחות הכספיים ו/או מדדים פיננסיים מרכזיים המשמשים בדירוג לצורך שיקוף הפרמטרים הרלוונטיים הגלומים בפעילות החברות הכלולות (כגון תרומה למיצוב העסקי, חוב פיננסי משמעותי המשליך על סיכוני החברה המדורגת). בהחלטה לאיחוד יחסי של חברות כלולות / חברות בשליטה משותפת מידרוג תביא בחשבון את השיקולים הבאים:

- » מידת השליטה: בבחינת האיחוד היחסי של חברה כלולה יש לנהוג במידת השמרנות בכל הנוגע למידת השליטה בחברה הכלולה, וככל שמידת השליטה מוערכת כשולית עד נמוכה, או שאין בהירות מלאה לגביה, מידרוג תימנע מאיחוד יחסי
- » חשיבות עסקית ואסטרטגית: ככל שמידרוג תעריך כי החשיבות של החברה הכלולה לפעילות החברה המדורגת הינה גבוהה, למשל כאשר האחזקה מהווה נכס מרכזי אסטרטגי בנכסי החברה, קיימת הצדקה לאיחוד יחסי של הכלולה, כאמור תוך נקיטת מדיניות שמרנית ביחס ליכולת של החברה המדורגת להפיק הטבות מהחברה הכלולה, בהינתן שליטה מוגבלת
- » טיב השותף לאחזקה ביישום בשליטה משותפת, הפרופיל האיכותי והפיננסי של השותף וניסיון העבר
- » עוצמת ההשפעה של החברות הכלולות על פרופיל סיכון האשראי של החברה המדורגת

התאמות נוספות

בנוסף להתאמות שפורטו, במקרים מסוימים ייתכן ויבוצעו התאמות נוספות וזאת על מנת לשקף בצורה טובה יותר המהות הכלכלית וכן על מנת לשפר את ההשוואתיות למנפיקים אחרים. התאמות נוספות כרוכות במידה רבה של שיקול דעת אנליטי. כמו כן, מידרוג עשויה, במקרים מסוימים לבצע התאמות לסעיפים חד פעמיים ולא רגילים. למשל: עסקאות גדולות במיוחד אשר הנהלת החברה צופה כי לא יחזרו על עצמן בטווח הזמן הקרוב או עסקאות לא רגילות, כגון מכירת נכס נדל"ן על ידי חברה שמוכרת נכסי נדל"ן לעתים רחוקות וכו'. סעיפים מסוג זה עשויים להטות את המגמות העולות מהדוחות הכספיים. התאמות ביחס לסעיפים חד פעמיים ולא רגילים ינטרלו בדרך כלל השפעות של עסקאות חד פעמיות שזוהו. זיהוי הסעיפים יבוצע בדרך כלל על בסיס דיווחי החברה ובמקרים מסוימים שיחות עם הנהלת החברה על מנת לוודא כי הסעיפים העיקריים נלקחו בחשבון וכומתו בדוח הרווח וההפסד ודוח תזרים מזומנים. התאמות ביחס למאזן, בדרך כלל לא יבוצעו, פרט למקרים בהם ההתאמה מהותית.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיית הדירוג כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים ונספחים הוצגו ההתאמות העיקריות והתאמות נוספות אשר עשויות להיות חשובות בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות הקווים המנחים ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

מגבלות שימוש בקווים מנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינם כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה בקווים המנחים. כמו כן, השימוש בקווים המנחים עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

החשיבות שניתנת בפועל להתאמה מסוימת עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

התאמות שאינן מופיעות בקווים המנחים, לרבות אלו המפורטות בסעיף ההתאמות הנוספות לעיל ולהלן, עשויות להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהן עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוג המנפיקים. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

אנו עשויים לעשות שימוש בקווים המנחים לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים. חברות ומכשירי חוב עלולים לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתידי זה הינו בטווח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן בקווים המנחים והן בהתאמות הנוספות, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [סיכום ביצועי הדירוגים](#)

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 04.11.2024

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.