

## דירוג בתי השקעות

הזמנה להגיש הערות מהציבור | מאי 2024

אנשי קשר:

צביקה ארליכמן, אנליסט  
[tzvika.e@midroog.co.il](mailto:tzvika.e@midroog.co.il)

עמית פדרמן, רו"ח, ראש צוות בכיר  
[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@midroog.co.il)

מוטי ציטרין, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים  
[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

## הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה לדירוג בתי השקעות שפורסמה על ידה בנובמבר 2015 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו/או "המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג בתי השקעות.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- (1) עדכון הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג ומשקלם, באופן שידגיש פרמטרים אשר להערכתנו משקפים בצורה נאותה את מכלול השיקולים לצורך הערכת כושר החזר האשראי של הגופים המדורגים, לדוגמא:
  - הרחבת הטווחים בפרמטרים "שימור נכסים מנוהלים" ו-"תחלופת נכסים מנוהלים".
  - הוספת הפרמטר "ענף הפעילות", כאשר להערכתנו, פרמטר זה משקף את רמת הסיכון והחשיפות של בית ההשקעות בהתאם לתמהיל המוצרים המשוקים על ידו.
  - הסרת הפרמטר "יציבות צמיחה בהכנסות", בשל תגודתיות משמעותית ומגבלת הפרמטר בשיקוף המגמות הצפויות.
  - החלפת היחס "שיעור רווח לפני מס להכנסות" ביחס "שיעור רווח תפעולי להכנסות", כהערכה כמותית ליכולת החברה לייצר רווח תפעולי מסך ההכנסות בפרמטר הרווחיות.
  - הרחבת הטווחים ביחס "חוב ל-EBTIDA" בפרמטר תזרים יחסי כסוי.
  - הסרת פרמטר הנזילות והיחס "נכסים נזילים לחוב ברוטו", חלף כך, הנזילות תיבחן במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג ובמסגרת הפרמטר מדיניות פיננסית. אנו מוסיפים להקנות חשיבות רבה לבחינת תזרימי המזומנים, יתרות הנזילות והנכסים הנזילים של המנפיקים בטווח הקצר-בינוני, אולם ההשפעה על פרופיל הסיכון של המנפיק תקבל ביטוי בדירוג כאשר היא בולטת לחיוב או לשלילה ביחס לרמת הדירוג, במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.
  - הוספת הפרמטר "מדיניות פיננסית" כהערכה איכותנית של מדיניות המנפיק לגבי חלוקת רווחים, השקעות, מיזוגים, רכישות ממונפות וניהול הנזילות, כמאפיינים המגלמים את מידת האיזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של בעלי החוב בחברה. הפרמטר מדיניות פיננסית נכלל עד כה במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג במתודולוגיה הקיימת והכללתו במסגרת מטריצת הדירוג (כהגדרתה להלן), מאפשרת להערכתנו השוואתיות טובה בפרמטר חשוב זה בין המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו.
- (2) ביטול ההתאמות בפרופיל העסקי ובפרופיל הפיננסי, כאשר במידת הצורך, אלה תקבלנה ביטוי במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.
- (3) פירוט משקלות הפרמטרים ומטריצת הדירוג, כהגדרתה להלן, כמפורט בנספח לדוח 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 כטיוטה 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](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 27.06.2024.

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים על ידי מנפיקים הפועלים בתחום בתי השקעות. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג בתי השקעות. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת את הפרמטרים העיקריים לדירוג מנפיקים בתחום בתי השקעות (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של בתי השקעות ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של בתי השקעות. הערכת הפרמטרים במטריצת הדירוג יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם. לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, יתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים המתננים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא בהכרח יהיה זה לדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) תיאור ענף הפעילות; (3) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה; (4) פירוט הפרמטרים העיקריים במתודולוגיה; (5) שיקולים נוספים; (6) דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי; (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג; (8) מגבלות; (9) דוחות קשורים; (10) נספחים. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

המתודולוגיה מתייחסת למגוון רחב של חברות המנהלות נכסים עבור צדדים שלישיים, כאשר המודל העסקי שלהן מבוסס על הכנסות מדמי ניהול קבועים ו/או דמי ניהול משתנים (מבוססי תשואה) ורווחי נוסטרו.

## תיאור ענף הפעילות

מתודולוגיה זו חלה על בתי השקעות הפועלים בתחומים פיננסיים מגוונים ומהווים חלק משמעותי מכלל המערכת הפיננסית. תחומי פעילות בתי השקעות המקומיים כוללים ניהול נכסים (קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות נאמנות, קרנות סל, ניהול תיקים וכיו"ב), מתן שירותים פיננסיים (ברוקראז', מסחר בניירות ערך, השאלות, סליקה וכיו"ב), פעילות בנקאות השקעות (חיתום, עשיית שוק, ייעוץ ותיווך בעסקאות, מיזוגים ורכישות, מימון וכיו"ב) והשקעות עצמיות (נוסטרו).

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 7 פרמטרים, כאשר חלק מהקטגוריות מכילות תתי-פרמטרים, כמפורט להלן:

משקל תת-פרמטר	תת-פרמטר	משקל פרמטר	פרמטר	משקל קטגוריה	קטגוריה
10%	-	10%	סיכון ענפי	10%	ענף הפעילות
15%	היקף הכנסות	25%	מיצוב עסקי	35%	פרופיל עסקי
7.5%	שימור נכסים מנוהלים				
2.5%	תחלופת נכסים מנוהלים				
10%	-	10%	גיוון עסקי	55%	פרופיל פיננסי
10%	שיעור רווח תפעולי להכנסות	10%	רווחיות		
10%	הון עצמי/מאזן	10%	מינוף		
15%	חוב/EBTIDA	25%	תזרים יחסי כיסוי		
10%	רווח תפעולי להוצאות מימון נטו				
10%	-	10%	מדיניות פיננסית		
<b>100%</b>		<b>100%</b>		<b>100%</b>	<b>סה"כ</b>

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ-מונה/מכנה.

\*\* לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת הדירוג ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.

\*\*\* מטריצת הדירוג אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי הדירוג. להסבר ראו להלן בסעיפים: "שיקולים נוספים" ו-"מגבלות".

## פירוט הפרמטרים העיקריים במתודולוגיה

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם לכושר החזר האשראי של המנפיקים.

### ענף הפעילות

חברות הפועלות בענף בתי השקעות מושפעות, בין היתר, מהסביבה המקרו-כלכלית ומהסביבה התפעולית, שוקי ההון, הסביבה הרגולטורית, ביצועי עבר, מגמות בענף, רמת התחרות ועוד, זאת בהתאם לתחומי הפעילות בהם החברות בענף פועלות, ביניהם ניהול נכסים, מתן שירותים פיננסיים ופעילות בנקאות השקעות, אלו כוללים את תתי המוצרים הבאים: פנסייה, קופ"ג וקרנות השתלמות, קרנות נאמנות, ניהול תיקים, ברוקראז', חיתום, ייעוץ ופעילויות מימון.

לאור זאת, ענף הפעילות של מנפיק מסוים גוזר מאפיינים רבים המשותפים למנפיקים באותו ענף, ועל כן, אפיון ענף הפעילות והסיכונים הכרוכים בו הינם בעלי חשיבות באמידת סיכון האשראי של המנפיקים הפועלים בו, וכן בהשוואה למנפיקים הפועלים בענפים שונים.

מבנה שרשרת הערך בענף, מאפייני הביקושים, רמת התחרות ותמורות מבניות בהיבטים של רגולציה, טכנולוגיה, טעמי צרכנים ועוד, הינם אבני היסוד של הסביבה התפעולית בה פועל המנפיק. הפרמטר "ענף הפעילות" נועד לבטא את הערכת מידרוג לגבי הסיכון הענפי ולתמוך בהערכתנו בקשר עם יציבות ההכנסות והתזרימים של המנפיק בטווח הנראה לעין, על פני מחזורים כלכליים (סייקלים), לחצים תחרותיים ושינויים מבניים בשווקים. תגודתיות זו באה לידי ביטוי באופן שונה בכל תחום פעילות. מידת הסיכון הענפי נקבעת על ידינו על פי מספר תתי פרמטרים איכותניים המהווים לראייתנו קווי אבחנה עיקריים לשם ניתוח מאפייני הסיכון בהם פועלים המנפיקים המדורגים על ידינו. בדרך כלל, המשקל שמידרוג תקנה לכל אחד מתתי הפרמטרים הינו זהה. על אף זאת, ייתכנו מקרים בהם תת פרמטר אחד או יותר הינם חשובים יחסית לאחרים בענף ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר. כמו כן,

בהתייחס לכל אחד מתתי הפרמטרים, אין אנו מצפים כי מאפייני הסיכון של ענף מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בד"כ, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה הענף עונה על מרבית המאפיינים.

**מאפייני השירות/המוצר ומגמות ביקושים** - מאפייני השירות או המוצר משפיעים במידה רבה על מאפייני הביקוש, יציבותו ועמידותו לאורך זמן. שירותים/מוצרים בעלי פרופיל ביקוש קשיח מעידים על פרופיל ענפי בעל סיכון אשראי נמוך יותר. בפרמטר זה אנו מאפיינים את מידת החיוביות של המוצר או השירות עבור הצרכנים, את מאפייני הצרכנים בענף ואת עמידות הביקושים על פני המחזור הכלכלי, שינויים טכנולוגיים וטעמי צרכנים, כגורמים אשר עשויים או עלולים להשפיע על יציבות ההכנסות ותזרימי המזומנים של המנפיקים בענף. ככלל, מוצר או שירות אשר עונים על צורך חיוני או בסיסי ופונים לפלח שוק רחב מאוד של לקוחות פרטיים (כגון קרן פנסיה) יחשבו בעינינו חסינים יותר בפני מחזוריות כלכלית.

**מאפייני סיכון ורגולציה** - ענף או מוצר מסוים מהווה בדרך כלל חלק משרשרת ערך רחבה יותר. חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך המקיפה את הענף (כגון: לקוחות ורגולטור) נגזרת ממאפייני התחרות, הרגולציה והלקוחות, ומשליכה על הסיכונים העסקיים העומדים בפני מי שממוקמים במקטעים השונים לאורך שרשרת הערך. מנפיקים עשויים לפעול במקטע מסוים בשרשרת הערך בענף, במספר מקטעים ואף לכל אורכה. ככל שחלוקת הסיכונים מכבידה על השחקנים בחלק מסוים של שרשרת הערך, יש בכך כדי להשפיע באופן שלילי על הערכת הסיכון של המנפיקים הפועלים באותה חוליה בשרשרת הערך, ולהפך.

**חסמי כניסה ותחרות** - תנודתיות כלכלית יכולה להיות מושפעת במידה רבה מרמת התחרות בענף מסוים. על כן, בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים את חסמי הכניסה, הכוללים בין היתר, רגולציה בעלת השפעה על מבנה ורמת התחרות, עלויות גבוהות למעבר לקוחות וקיומם של טכנולוגיה או נכסים ייחודיים. חסמי כניסה אלו מאפשרים או מונעים את כניסתם של שחקנים חדשים לענף.

## פרופיל עסקי

בחירת הפרופיל העסקי כוללת את הפרמטרים הבאים: (1) מיצוב עסקי; (2) גיוון עסקי. נציין, כי המיצוב העסקי נבחן באמצעות שלושה תתי פרמטרים - היקף הכנסות, שימור נכסים מנוהלים ותחלופת נכסים מנוהלים, בעוד שהגיוון העסקי נבחן באמצעות מספר קווי העסקים, כמפורט להלן.

## מיצוב עסקי

ניתוח המיצוב העסקי וחוזק המותג של בית השקעות מהווים אלמנטים מרכזיים בניתוח סיכון האשראי של חברות אלה. המיצוב העסקי משפיע על היציבות בסגמנטים בהם בית ההשקעות פועל, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי, ולכן משפיעים גם על יציבותו לאורך המחזור הכלכלית. המיצוב העסקי תומך ביכולתו של בית השקעות לפתח ולשמר יתרונות תחרותיים בענפי פעילותו. המעמד התחרותי בענף הינו פרמטר מפתח לשימור נכסים ולקוחות קיימים, זאת לצד רכישת נכסים וגיוס לקוחות חדשים. בית השקעות בעל מותג חזק, ביצועי השקעה מוצלחים ועקביים, ובעל יתרון לגודל, יהיה חסין יותר למחזוריות בשווקים ועם יכולת ניצול הזדמנויות השקעה טובה יותר.

קטגוריה זו מבוססת הערכה כמותית של פעילות המנפיק ונמדדת באמצעות שלושת תתי הפרמטרים הבאים:

## היקף הכנסות

פרמטר זה מתבסס על היקף הכנסות, המבטא את גודל והיקף הפעילות.

היקף הכנסות ונתחי שוק משמעותיים, לצד היכולת לשמרם, הינם אינדיקטורים המעידים על מיצוב עסקי גבוה ומותג חזק, אשר לרוב מעידים על יכולת תמחור גבוהה. ככל שגודלו האבסולוטי של בית ההשקעות, הנמדד במונחי היקף הכנסות, גדול יותר, כך יכולתו לספוג הרעה זמנית בסביבה העסקית, לרבות ספיגת הפסדים הנובעים מטעויות השקעה, רכישות לא כלכליות וכדומה, הינה טובה יותר. גודלו של בית השקעות מהווה יתרון תחרותי ועשוי ליצור יתרון מוניטין/מותג המאפשר להגדיל את כוח המיקוח מול הלקוחות בקשר עם גובה דמי הניהול, תורם לגיוון ולנגישות מקורות המימון, ומאפשר גמישות פיננסית גבוהה יותר. בית השקעות בעל מעמד תחרותי מוביל ייצר היקף הכנסות משמעותי וניתן לשימור בענפי פעילות הליבה שלו.

## יכולת שימור ותחלופת נכסים מנוהלים

אנו בוחנים את יכולתו של בית השקעות להחזיק בסיס נכסים מנוהלים יציב, באמצעות שימור נכסים מנוהלים קיימים והחלפת נכסים שנפדו בנכסים חדשים.

### שיעור השימור ושיעור התחלופה נמדדים כדלקמן -

**שיעור שימור נכסים מנוהלים** - סך הנכסים המנוהלים לתחילת תקופה פחות פדיונות נטו לסוף התקופה, ביחס לסך הנכסים המנוהלים לתחילת התקופה. שימור נכסים בבית השקעות הינו מדד מפתח לאיכות האשראי של בית השקעות, שכן ביכולתו להעיד על שיפור או הרעה במצבו העסקי והפיננסי. היקף הנכסים המנוהלים הינו סמן חשוב מאוד לאיכות וחוזק המותג, ככל שהוא נשמר לאורך המחזור הכלכלי, ומכך ניתן להסיק שיכולת השבת ההכנסות והרווחים יציבה יותר לאורך זמן.

**שיעור תחלופת נכסים מנוהלים** - היחס בין גיוסים לפדיונות. שיעור התחלופה מעיד על היכולת של בית השקעות לפצות על פדיונות של נכסים מנוהלים, בדרך של גיוס נכסים חדשים. בתי השקעות המצליחים לפצות בגיוסים חדשים מעבר לפדיונות, צפויים להציג רווחיות יציבה יותר לאורך זמן ולזכות באמון המשקיעים. עם זאת, ראוי לציין כי תחלופת נכסים גבוהה מייצרת עלויות רכישה גבוהות וצפויה לפגוע ברווחיות בית ההשקעות, וצפויה לבוא לידי ביטוי בתרחיש הבסיס של מידרוג.

## גיוון עסקי

### קווי עסקים

הפרמטר קווי עסקים נבחן באמצעות פיזור וגיוון קווי המוצרים והשירותים המהותיים שמעניק בית ההשקעות במונחי היקף הכנסות. ככלל, בתי השקעות בעלי קווי עסקים מגוונים יכולים להסתגל ביתר קלות לתמורות בענף, אם כתוצאה מתנודתיות בשווקים, ביצועי חסר, או שינויים בהעדפות הצרכנים, כאשר הפיזור צפוי למתן את השלכות של פגיעה באחד או יותר מתחומי הפעילות.

אנו מגדירים קו עסקים כמגזר בעל שיעור הכנסות מעל 5% והינו מבין הפעילויות הבאות: פנסיה, קופות גמל, קרן השתלמות, קרנות נאמנות וקרנות סל, ניהול תיקי ניירות ערך, חבר בורסה, ברוקראז' וכן הכנסות מימון בגין העמדת אשראי או הכנסות אחרות. נציין, כי ככל ופעילות המימון תהפוך למהותית, אנו עשויים לשקול לדרג את החברה במתודולוגיה לדירוג חברות מימון.

## פרופיל פיננסי

בחנית הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רווחיות; (2) רמת מינוף; (3) תזרים יחסי כסיו; (4) מדיניות פיננסית. המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל<sup>1</sup>. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות, הרלוונטיות לחברה מסיימת.

## רווחיות

רווחיות החברות הפועלות בענף בתי השקעות מתבססת בעיקר על הכנסות מדמי ניהול קבועים ו/או דמי ניהול משתנים (מבוססי תשואה), לאור אופי הפעילות אשר מורכבת בעיקרה מניהול נכסים פיננסיים, לצד רווחי נוסטרו. להערכתנו, הרווחיות הינה קו ההגנה הראשון כנגד הפסדים ובעלת חשיבות גבוהה לייצור תזרים מזומנים לשירות חובותיו של בית השקעות. היקף, איכות ויציבות רווחיו של בית השקעות קובעים את יכולת צבירת ובניית כרית ההון לספיגת הפסדים, שירות החוב, שימור תחרותיות בשוק וחיזוק ביטחון המשקיעים. אנו בוחנים את הרווחיות באמצעות פרמטר שיעור הרווח התפעולי (EBIT - Earnings Before Tax & Interest) להכנסות. להכנסות בתי השקעות קורלציה גבוהה לביצועי שוק ההון ולתשואות על השקעות. בתי השקעות נוטים להציג שולי רווח טובים יחסית, לאור גמישות תפעולית הנובעת מתמהיל ההוצאות, המכיל רכיב משמעותי של הוצאות משתנות, אותן ניתן לצמצם במידת

<sup>1</sup> הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניית תאגידים", באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

הצורך, יחד עם שחיקה בפעילות העסקית וקיטון בהיקף ההכנסות, ובכך לשמר את שיעור הרווח. חשוב לציין, כי השינוי בהיקף ובהרכב הנכסים המנוהלים הינו הפקטור המרכזי המשפיע על גידול או קיטון בשיעור הרווח.

## מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעור המינוף של המנפיק. שיעור המינוף משפיע, בין היתר, על יכולת המנפיק לגייס הון זר נוסף במידת הצורך, ועל יכולתו לנווט את פעילותו בעת שינויים כלכליים ועסקיים. הפרמטר אותו אנו בוחנים הינו הון עצמי/סך מאזן. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו הון המיוחס לבעלי המניות של החברה והמכנה הינו סך המאזן.

## תזרים יחסי כיסוי

תזרים המזומנים יחסי הכיסוי משמשים לבחינת כושר החזר האשראי ויכולת המנפיק לשרת את החוב. מידרוג בוחנת את שני תתי הפרמטרים הבאים:

**חוב ל-EBITDA** (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization), כאשר המונה הינו סך החוב הפיננסי והמכנה הינו סך ה-EBITDA, הרווח מפעילות לפני הוצאות ריבית, הוצאות מס, הוצאות פחת והפחתות. היחס מצביע על מידת החוב שהחברה נטלה ביחס לרווחיה השוטפים, והינו אינדיקטור ליכולת שירות החוב של המנפיק. יחס מהיר (נמוך) הינו אינדיקטור ליכולת החברה לשרת את התחייבויותיה באופן טוב יותר. EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד, בהתאם למתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניתוח תאגידים".

**רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו** - המונה הינו סך הרווח התפעולי והמכנה הינו סך הוצאות המימון נטו (בניכוי הכנסות מימון). יחס זה מבטא את יכולת המנפיק לשלם את הוצאות המימון מפעילותו השוטפת.<sup>2</sup>

## מדיניות פיננסית

לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית, כדוגמת רמת המינוף ומדיניות הנזילות, נקבעת ע"י הנהלת החברה, הדירקטוריון ובעלי המניות, ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. פרמטר המדיניות הפיננסית נועד גם להעריך את מידת האיזון שבה נוקטת הנהלת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב, ואת מידת השמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות, מיזוגים, רכישות ממונפות וניהול סיכונים באופן כללי. פרמטר המדיניות הפיננסית מוערך על ידינו באופן איכותני, בעיקר בהתבסס על ניתוח מאפייני הפעילות של החברה, הנהלתה ובעלי מניותיה לאורך השנים (טרק רקורד), ולפי תתי הפרמטרים העיקריים, כדלקמן:

**חלוקת דיבידנדים** - לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, שלא אגב הגדלת החוב הפיננסי, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי, וכתלות בשיעור החלוקה כמובן. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות, קשיים פיננסיים בחברה קשורה או מדיניות חלוקה אגרסיבית.

**מיזוגים ורכישות** - רכישת חברות או פעילויות הינה צעד בעל סיכון מסוים בשל האתגרים בהטמעת פעילות חדשה, ביצירת סינרגיה ובכניסה לשווקים חדשים. רכישות המבוססות על מינוף גבוה מעצימות אתגרים אלו ועלולות להעיד על מדיניות אגרסיבית.

**ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים שוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבע, חשיפה לריבית, חשיפה למדד והשקעות בניירות ערך.

<sup>2</sup> במידה יחס כיסוי זה הינו שלילי (בנין הכנסות מימון), תת פרמטר זה יקבל את הניקוד המקסימלי.

**מידת הנראות והיציבות של המדיניות הפיננסית** - בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן, ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. אנו מקנים יתרון לחברות בעלות מדיניות פיננסית שקופה יציבה ובעלת היסטוריה, ובפרט כאשר זו מבטאת מחויבות ערכית לשמירת רמת דירוג גבוהה של המנפיק. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי מדיניותה הפיננסית מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג.

## שיקולים נוספים

דירוגים עשויים לכלול פרמטרים נוספים שאינם כלולים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, מדובר בפרמטרים אשר חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים הם ייחשבו בעינינו כגורם מבלד משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות ואלו חשובים ביותר, ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג בתי השקעות ובכך הדירוג שנקבע עשוי או עלול להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **נזילות** - פרמטר זה הינו קריטי לדירוגי האשראי, אולם הוא עלול שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת ההשוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, מידת הצורך, ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים. בחינת הנזילות של החברה תיבחן לרוב באמצעות יחס מקורות לשימושים, אשר מבטא את יכולת החברה להתמודד עם התחייבויותיה השוטפות.
- **איכות ההנהלה** - ניסיון ההנהלה הינו שיקול בדירוג האשראי של החברה, כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והחברה נבחנת גם בהיבטים של שקיפות, תלות באנשי מפתח, יכולתה לתכנן ולהוציא לפועל תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution risk).
- **אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה, בין היתר, בהתייחס למדיניות התרחבות, רכישות ומיזוגים. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניותיה לעתיד.
- **בעלי מניות** - אנו עשויים לבחון את השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה באמצעות בחינת מבנה השליטה בחברה ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והממשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו.
- **אירוע סיכון (Event risk)** - אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטורים, שינויים במבנה ההון של החברה ועוד. בד בבד, אנו עשויים לקחת בחשבון סיכון לאירועי אבטחת מידע וסייבר. להערכתנו, סיכון זה חושף את החברות לסיכוי אשראי ומוניטין מתפתחים, כאשר אנו עדים לעלייה במספר האירועים בשנים האחרונות, בין היתר, עקב הסתמכות הולכת וגוברת על טכנולוגיה בפעילות העסקית.
- **גמישות פיננסית** - מידרוג תבחן לרוב את עמידת המנפיק באמות המידה הפיננסיות השונות. אי-עמידה באמות מידה, או קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, בין אם תהווה עילה לפירעון מיידי ובין אם תביא לסנקציה אחרת, עלולה להשפיע לשלילה על דירוג המנפיק ותקבל ביטוי שלילי בשיקולים הנוספים לדירוג. מנגד, אנו עשויים לבחון באופן חיובי את יכולתם של מנפיקים לייצר נזילות באמצעות נטילת הלוואות בגין נכסים לא משועבדים ו/או מימוש נכסים אלו. כחלק מבחינת הגמישות הפיננסית של המנפיק, מידרוג בוחנת גם את מועד פירעון הלוואות והאמורטיזציה של הלוואות, תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה לאורך זמן. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש בשל עומס פירעונות בשנים מסוימות והאם קיימים גורמים ממתנים לסיכונים אלו.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות חוזית או משפטיות וסדר הקדימויות במפל התשלומים. להרחבה, ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי" להלן.



- **סיכון סביבת הפעילות** - מידרוג בוחנת את הסיכונים הנובעים משינויים בסביבה המקרו-כלכלית, העסקית, הרגולטורית, הטכנולוגית והמשפטית ואת השפעתם על הסיכון הענפי. במידה ולהערכת מידרוג הסיכון אינו משתקף במלואו בתחזית הפיננסית ובציוני המטרצה, מידרוג עשויה לבצע התאמות נוספות לדירוג.
- **סיכון מדינת הפעילות** - במקרים מסוימים, יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי-ודאות ו/או חוסר יציבות גבוהה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- **תמיכה מהחברה האם או מבעל המניות** - אנו בוחנים את הסבירות לתמיכה בחברה מצד חברת האם כאשר קיימות אינדיקציות לקיומה של תמיכה כזו. הערכת סבירות התמיכה כוללת שני מרכיבים - נכונות לתמיכה ויכולת תמיכה. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת, כגון ערבות, הערכת הנכונות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה שולית פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. אנו נבחן את היסטוריית התמיכה בחברה, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת, נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות, ככל שרלוונטיות) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.
- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (Government Related Issuers) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (Joint Default Analysis), על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
- **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו, בהתאם לשיקול הדעת שלנו. במסגרת השיקולים האחרים אנו עשויים לבחון גם שיקולים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת סטנדרטים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק, על הפעילות ועוד.

## דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי

לאחר בחינת תוצאות מטריצת הדירוג והשיקולים הנוספים וכן מתודולוגיות רחביות אחרות, דירוגי מכשירים פיננסיים יכול שייקבעו בדירוג גבוה או נמוך ביחס לדירוג המנפיק, בהתבסס על הערכתנו ביחס לשונות בשיעורי ההפסד הצפויים, כפי שבאים לידי ביטוי בבכירות המכשיר וקיומן של בטוחות (ככל שקיימות).  
 דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא-מובטחות, כהגדרתו במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג<sup>3</sup>.  
 למתודולוגיות "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" ו-"דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי", יש לפנות לאתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).

## הנחות יסוד במתודולוגיות הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על בתי השקעות 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 שישפיעו במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי, ויכולים להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק; (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

<sup>3</sup> הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).

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

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת הדירוג ורבים מהשיקולים הנוספים, אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

### מגבלות מטריצת הדירוג

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת הדירוג לבין הדירוגים בפועל. מטריצת הדירוג במתודולוגיה זו הינה 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 במטריצת דירוג זו. כמו כן, השימוש במטריצת הדירוג עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

המשקלות לכל תת-פרמטר ופרמטר במטריצת הדירוג מייצגות את חשיבות הפרמטר בהחלטות ועדת הדירוג בקביעת הדירוגים בענף, אך החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים במטריצת הדירוג, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות, אשר יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר ועוד.

אנו עשויים לעשות שימוש במטריצת הדירוג 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 בענף זה. חברות בענף זה עלולות 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 שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, 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 [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).  
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדוח: 27.05.2024**

סגור להעברות הציבור

## נספח

## נספח 1.1 - אופן המדידה או ההערכה של הפרמטרים במטריצת הדירוג

לצורך מדידה והערכת הפרמטרים בדירוג, אנו לרוב משתמשים במידע ונתונים מהדוחות הכספיים של המנפיק או דיווחים אחרים של המנפיק, כמו גם מנתונים אחרים ומהערכות מידרוג. אנו עשויים לעשות שימוש גם במידע שאינו פומבי. הדירוגים הינם צופים פני עתיד וכוללים את ציפיותינו לביצועים הפיננסיים והתפעוליים של המנפיק. יחד עם זאת, הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות של ביצועי המנפיק וכן לבצע השוואה למנפיקים אחרים. הפרמטרים במטריצת הדירוג יכולים להתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. כחלק מהניתוח, מידרוג עשויה לבחון תרחישי רגישות שונים ביחס לגורמים שלהערכתה עשויים להשפיע על ביצועי המנפיק. תרחישים אלו עשויים לכלול, לדוגמה, שחיקה בשיעור הרווחיות, שינויים בשערי ריבית ו/או שערי חליפין, ועוד. מידרוג אף יכולה לבצע התאמות לפרמטרים שלפי דעתה משקפים בצורה נאותה יותר את כושר החזר האשראי של המנפיק ו/או מאפשרות השוואה אל מול מנפיקים אחרים.

## נספח 1.2 - מטריצת הדירוג לבתי השקעות

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
פרופיל ענפי	ענפי	הפעילות	10%	ענף ריכוזי מאוד; חוזק תמחור יוצא דופן; ענף יציב מאוד וללא אופק לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; אין קורלציה למחזור כלכלי מקומי; תנודתיות נמוכה ויוצאת דופן לאורך זמן; ללא אירועי כשל. קו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים או תחליפיים. מוצר הפונה לכלל האוכלוסייה, או הלקוחות.	ענף ריכוזי; מספר מועט או ללא שחקנים חדשים; חוזק תמחור משמעותי; תחרות נמוכה מצד גופים אלטרנטיביים; ענף עם יציבות גבוהה וסיכוי נמוך לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; ענף מבודד באופן רב מן המחזור הכלכלי; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט אירועי סיכון; קו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים או תחליפיים. מוצר הפונה למספר רב של שכבות האוכלוסייה, או הלקוחות.	ריכוזיות ענפית מתונה יחסית, אולם החזקה בנתחי שוק משמעותיים, ומספר מועט של שחקנים חדשים; תחרות מוגבלת מצד גופים אלטרנטיביים; חשיפה נמוכה לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט אירועי סיכון; קו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים או תחליפיים; טרסק רגולטוריים; מוצר הפונה למספר שכבות האוכלוסייה, או הלקוחות.	בית השקעות עם נתח שוק בינוני-נמוך; חסמים מסוימים לכניסת שחקנים חדשים; חוזק תמחור מוגבל. חשיפה מוגבלת לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; הענף מותאם למחזור הכלכלי ברמה גבוהה, אך עם היסטוריית תנודתיות; קו מוצר חשוף מפני חדירת מוצרים; צמיחה גבוהה מאוד בענף או הישענות על רגולציות מהותיות; אירועי סיכון רבים. מוצר עם טרסק רגולטור קצר, או הישענות על טכנולוגיה לא מוכחת, ו/או חשיפה לסגנוני אוכלוסייה המאופיינים בסיכון גבוה.	בית השקעות עם נתח שוק בינוני-נמוך; חסמים מסוימים לכניסת שחקנים חדשים; חוזק תמחור מוגבל. חשיפה מוגבלת לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; הענף מותאם למחזור הכלכלי ברמה גבוהה, אך עם היסטוריית תנודתיות; קו מוצר חשוף מפני חדירת מוצרים; צמיחה גבוהה מאוד בענף או הישענות על רגולציות מהותיות; אירועי סיכון רבים. מוצר עם טרסק רגולטור קצר, או הישענות על טכנולוגיה לא מוכחת, ו/או חשיפה לסגנוני אוכלוסייה המאופיינים בסיכון גבוה.
				היקף הכנסות	15%	>2,500	800-2,500	200-800
פרופיל עסקי	עסקי	מיצוב	7.5%	שימור נכסים מנוהלים	85%-90%	80%-85%	75%-80%	<75%
				תחלופת נכסים מנוהלים	130%-150%	110%-130%	90%-110%	<90%
גיוון עסקי	עסקי	קווי עסקים	15%	>5	4	3	<3	
				שיעור רווח תפעולי להכנסות	25%-33%	15%-25%	7.5%-15%	<7.5
רווחיות	רווחיות	הון עצמי/סך מאזן	5%	>55%	40%-55%	25%-40%	10%-25%	<10%
				חוב/EBTIDA	3x-1x	5x-3x	7x-5x	>7x
תזרים ויחסי כוסי	יחסי כוסי	רווח תפעולי	10%	>8	6-8	3-6	1-3	<1
				הוצאות מימון נטו	100%	100%	100%	100%
פרופיל פיננסי	פיננסי	מדיניות פיננסית	10%	המדיניות הפיננסית צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה ושימור האינטרס של בעלי החוב. ניהול סיכונים ניהול וניהול סיכונים שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה. קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן. קיימות הצהרות/מדיניות מוכחת לאורך זמן בנושאים פיננסיים, לרבות מדיניות חלוקה, אשר אין בה כדי לפגום בגמישותה הפיננסית של החברה.	המדיניות הפיננסית של החברה ברת חיזוי במידה טובה/סבירה ומאזנת בין האינטרס של בעלי המניות והשקעות. תיאובן עסקי מתון מאוד עד בינוני למיזוגים ורכישות, אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה נמוכה עד בינונית, והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה/בינונית. ניהול סיכונים השוק וניהול סיכונים שמרניים במידה רבה/בינונית; מדיניות החלוקה עלולה לפגוע בגמישותה הפיננסית של החברה.	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי החוב. כאשר הדבר ניכר גם במדיניות החלוקה; חוסר עקביות במדיניות ההשקעות, לצד היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות באופן שיש בו כדי להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה.	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי החוב. כאשר הדבר ניכר גם במדיניות החלוקה; חוסר עקביות במדיניות ההשקעות, לצד היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות באופן שיש בו כדי להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה.	
				סה"כ	100%	100%	100%	100%

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.  
 \*\* הניקוד לכל פרמטר/תת-פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים (0.5-20.5) וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים.  
 \*\*\* בדרך כלל נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיין אחד או יותר הינם חשובים יחסית למאפיינים אחרים במנפיק ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר.

© 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 וציפייה 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 כלשהו 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 מפקיה, 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 לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך 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 מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון 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 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).