

דירוג חברות מימון

הזמנה להגיש הערות מהציבור | מאי 2025

אנשי קשר:

מיכל בדינר
אנליסטית בכירה
michal.b@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח
ראש צוות בכיר
amit.federman@midroog.co.il

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

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידורג לבצע במתודולוגיה לדירוג חברות מימון שפורסמה על ידי בספטמבר 2021 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת", בהתאמה) וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות מימון.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- (1) שינוי שיטת האמידה בפרמטר חובות בעייתיים - חוב ייחשב בעייתי מעת שסווג כחוב בפיגור של מעל 90 ימים, וזאת חלף 30 ימים כפי שנקלח בעבר. להערכת מידורג, האינדיקציה המרכזית לשחיקה ביכולת ההחזר של לווה הינה ביצוע הפרשה ספציפית בגין החוב על ידי החברה, או לחלופין הפסקת הכרה בהכנסות. עם זאת, עבור הלוואות שניתנו במסגרת פעילות ניכיון שיקים, יילקחו בחשבון חובות אשר נמצאים בפיגור של מעל 30 ימים. עבור הלוואות המסווגות בשווי הוגן, מידורג תקח בחשבון הלוואות בפיגור כמפורט לעיל, הלוואות שאינן מבצעות (אינן צוברות ריבית), וכן עשויה לכלול הלוואות שבוצע בגין שערך שלילי הנובע מעלייה בסיכון האשראי של הלווה.
- (2) הוספת התייחסות לפעילות ערבויות - עבור מנפיקים אשר פועלים בתחום מתן ערבויות חוץ-מאזניות, מידורג תביא בחשבון חשיפות אלה במסגרת סך תיק האשראי בפרמטרים הבאים: (א) רווח נקי לממוצע נכסים מנוהלים; (ב) חובות בעייתיים לסך תיק האשראי ברוטו; (ג) חובות אבודים (מחיקות) לממוצע תיק אשראי ברוטו. זאת על מנת לשקף את מלוא החשיפה הקיימת של המנפיק בגין פעילות זו ולשפר את יכולת ההשוואה בין המנפיקים השונים.
- (3) הסרת פרמטר "ניהול סיכונים" ממטריצת הדירוג ובחינתו במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. מידורג ממשיכה להקנות חשיבות רבה לבחינת הליכי ניהול הסיכונים בחברות מימון חוץ-בנקאי, כאשר השפעה על דירוג המנפיק תקבל ביטוי בדירוג כאשר היא בולטת לחיוב או לשלילה ביחס לרמת הדירוג ו/או לחברות בענף, במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. בהקשר זה, יצוין כי רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון פירסמה חוזר¹ בנושא ניהול הסיכונים, אשר נכנס לתוקף החל מאמצע שנת 2024, ומחייב את נותני השירותים הפיננסיים לייצר תהליכי ניהול סיכונים משמעותיים ואיכותיים וכן לחייבם ביצירת מנגנונים ובקורות מתאימים לניהול סיכונים. בשל שונות ברמת היישום בפועל של הוראות החוזר בין חברות המימון החוץ-בנקאי וחברות אחרות שהחוזר אינו חל עליהן, פרמטר זה ימשיך להיבחן במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.
- (4) הסרת פרמטר "יחס כיסוי נזילות" ממטריצת הדירוג ובחינתו במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. אנו מוסיפים להקנות חשיבות רבה לבחינת תזרימי המזומנים, יתרות הנזילות והנכסים הנזילים של המנפיקים בטווח הקצר-בינוני, וההשפעה על דירוג המנפיק תקבל ביטוי בדירוג כאשר היא בולטת לחיוב או לשלילה ביחס לרמת הדירוג ו/או ביחס לחברות בענף, במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. כמו כן, מדיניות ניהול הנזילות של החברה תוסיף ותיבחן במסגרת פרמטר המדיניות הפיננסית הנכלל במטריצת הדירוג.
- (5) הסרת פרמטר "רווח לפני מס והוצאות להפסדי אשראי לממוצע נכסים מנוהלים" - להערכתנו, רמת הרווחיות של החברות בענף מקבלת ביטוי מספק במסגרת הפרמטר רווח נקי לממוצע נכסים מנוהלים, אשר נותר בעינו במטריצת הדירוג.
- (6) עדכון הטווחים בפרמטר "כרית ACR מעל הדרישה הרגולטורית" - הטווח עודכן כך שישקף באופן טוב יותר את המרווח מעל הדרישות הרגולטוריות בקבוצות הדירוג השונות, ובכך לשפר את יכולת ההשוואה בין החברות.
- (7) עדכון הטווחים בפרמטר "ריכוזיות תיק אשראי" - הטווחים בפרמטר עודכנו כך שהטווחים המעודכנים רחבים יותר בכל רמת דירוג בהשוואה לטווחים הקיימים.

¹ [חוזר ניהול סיכונים אצל נותן שירותים פיננסיים מוסדרים.](#)

(8) ביחס לשיטת ההתאמה לעסקאות איגוח בהן קיים ריקורס למנפיק - בהתאם למתודולוגיה הקיימת נערכות התאמות לפרמטרים פיננסיים מסוימים בגין עסקאות מסוג זה. בפרט בפרמטרים: חובות בעייתיים לתיק האשראי, חובות אבודים לממוצע תיק האשראי ויחס הון עצמי מוחשי לסך הנכסים מותאם. ביחס לפרמטרים אלו מבוצע בחינה של היקף החשיפה שנותרה בידי החברה ובמידת הצורך, חשיפה זו תנוכה מהיקף ההון ומהנכסים ביחס הלימות ההון המחושב. הבחינה תעשה בהתאם למאפייני עסקת האיגוח, ביצועים היסטוריים בעסקאות דומות של החברה (ככל וקיים טרק רקורד), רמת הבכירות של השכבות המוחזקות על ידי החברה וסדר הנשייה. להערכתנו, התאמה זו, על בסיס מאפיינים ספציפיים תשקף באופן הולם את הפרמטרים כאמור וזאת חלף הוספת כלל תיק ההלוואות הנמכר לנכסים ולתיק האשראי בפרמטרים אלו, כפי שבוצע עד כה. ביחס לפרמטר רווח נקי לממוצע הנכסים המנוהלים, לא בוצע שינוי ביחס להתאמה שבוצעה עד כה.

(9) ביחס לפרמטר נכסים משועבדים ביחס לנכסים מוחשיים - התווסף הסבר כי המונה יכול שיעבודים ספציפיים בלבד.

(10) התאמת המשקלים בחלק מהפרמטרים במטריצת הדירוג כמפורט בנספח לדוח זה.

(11) ביחס לפרמטר תיק אשראי מובטח בשעבודים מדרגה ראשונה / תיק השקעות, בקרב חברות מסוג BDC - שינוי המונח תיק אשראי לתיק השקעות במכנה (בלבד), באופן שישקף בצורה מדויקת מהות הפרמטר עבור חברות מסוג BDC, אשר יכולה לבצע השקעות שאינן חוב, כגון עסקאות הוניות (אקוויטי) או מימון מורכב אשר אינו מובטח בשעבודים מדרגה ראשונה.

ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תיבחן 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 עד לתאריך 29.06.2025

הקדמה

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

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) תיאור ענפי 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. מידורג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות בענף המימון החוץ-בנקאי, אשר ככלל מספקות פתרונות מימון ושירותים נלווים למגזר המסחרי והקמעונאי. פתרונות המימון כוללים, בין היתר, הלוואות למגזר העסקי, אשראי לייזום נדל"ן המגובה בשעבוד נדל"ן, אשראי צרכני, ניכיון שיקים/חשבוניות, הלוואות המגובות בשעבוד כלי רכב, הלוואות מגובות במשכנתאות למגורים, הלוואות לרכישת ציוד תעשייתי, פקטורינג, סליקת כרטיסי אשראי, Business Development Company (BDC), ועוד. נציין, כי חברות ליסינג תפעולי וחברות כרטיסי אשראי מדורגות באמצעות מתודולוגיות נפרדות.

תיאור ענפי הפעילות

תחום הפעילות של מנפיק גוזר מאפיינים רבים המשותפים למנפיקים באותו ענף, ועל כן איפיון הענף הינו בעל חשיבות רבה בניתוח כושר החזר 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, חשיפה למחזוריות כלכלית ועוד, הינם אבני היסוד של הסביבה העסקית והתפעולית בה פועל המנפיק. להלן פירוט בנוגע לענפי הפעילות העיקריים בהם פועלים מנפיקים המדורגים באמצעות מתודולוגיה זו:

חברות הפועלות בתחום ניכיון שיקים:

מנפיקים אשר פועלים בתחום ניכיון ממסרים דחויים (שיקים) מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ קצר יחסית, על פי רוב נמוך מ-6 חודשים, כאשר הפעילות אינה מאופיינת לרוב בשעבוד בטוחות מטריאליות. מאחר והפעילות בעלת מח"מ קצר יחסית, מנפיקים אשר פועלים בענף זה עשויים להתאים בצורה טובה ומהירה יותר את מח"מ התקבולים למח"מ מקורות המימון ולהגיב מהר יותר לשינויים בסביבה הכלכלית. יחד עם זאת, בשל העובדה כי פעילות זו לרוב אינה מלווה בשעבוד בטוחות, מנפיקים בענף זה חשופים יותר לפגיעה באיכות הנכסים בתקופות של מיתון וסביבה מקרו-כלכלית מרסנת, דבר אשר עשוי להשפיע לרעה על יציבותם העסקית, בדגש על הפרופיל הפיננסי. כמו כן, פעילות זאת מאופיינת ברמת תחרות גבוהה יחסית, כאשר קיימים חסמי כניסה מסוימים, אך אלו אינם מהותיים במיוחד בהשוואה לתחומי פעילות אחרים.

חברות הפועלות בתחום אשראי לעסקים קטנים ובינוניים:

מנפיקים אשר פועלים בתחום מתן אשראי לעסקים, לרוב כנגד בטוחות, מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ ארוך יחסית, כאשר הלוואות מסוג זה ניתנות לרוב במח"מ בינוני-ארוך (עד 60 חודשים). פעילות זו, על פי רוב, מאופיינת בשעבוד בטוחות משמעותיות אשר נרשמות לטובת הגוף המממן. תחום פעילות זה מאופיין להערכתנו בחשיפה גבוהה יחסית למחזוריות כלכלית, בין היתר, נוכח העובדה כי מרבית הלקוחות בענף הינם בעלי כושר החזר נמוך יותר ביחס ללקוחות של תאגידים בנקאיים וגופים מוסדיים. חסמי הכניסה בתחום פעילות זה כוללים נגישות גבוהה יחסית להון ולמקורות מימון זולים, אך אלו פחותים בהשוואה לתחומי פעילות אחרים. כמו כן, פעילות זו מאופיינת ברמת תחרות גבוהה יחסית מצד תאגידים בנקאיים, גופים מוסדיים וקרנות חוב.

חברות הפועלות בתחום אשראי ליזמי נדל"ן למגורים, המגובה בשעבוד ראשון:

מנפיקים הפועלים בתחום מתן אשראי ליזמים בענף הנדל"ן למגורים, מאופיינים לרוב בתיק אשראי בעל מח"מ בינוני-ארוך. ההלוואות ניתנות, בין היתר, למטרות רכישת קרקע, הוצאות הכרוכות בקידום הליכי תכנון, פיתוח וקבלת היתרי בניה, וכן מימון ביניים (הלוואות גישור) בשלבים מקדימים, טרם כניסת הפרויקט לליווי מתאגיד פיננסי. כנגד העמדת האשראי, נדרש שעבוד מדרגה ראשונה על הזכויות במקרקעין, על מלא הזכויות בפרויקט וכן על התקבולים העתידיים, ולעיתים תידרשנה בטוחות נוספות כגון ערבויות אישיות של היזמים בפרויקט. אנו סבורים כי מוקד סיכון בתיק האשראי של החברות הפועלות בתחום זה נובע מריכוזיות לענף הנדל"ן בלבד, שעלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסדים בלתי צפויים, נוכח מאפייני ההומוגניים של הענף. התחום מאופיין ברמת תחרות בינונית-גבוהה וכוללת תאגידים בנקאיים, קרנות השקעה פרטיות, גופים מוסדיים וגופים חוץ-בנקאיים. חסמי הכניסה בתחום פעילות זה הינם גבוהים ודורשים ידע וניסיון בתחום ייזום הנדל"ן, הון עצמי משמעותי ונגישות גבוהה למקורות מימון איכותיים וזולים.

חברות הפועלות בתחום אשראי להשלמת הון עצמי לענף הנדל"ן למגורים, המגובה בשעבוד שני:

מנפיקים אשר פועלים בתחום מתן אשראי לטובת השלמת הון עצמי בפרויקטי ייזום נדל"ן למגורים, מאופיינים על פי רוב בתיק אשראי בעל מח"מ בינוני-ארוך, כאשר הלוואות ניתנות לרוב במתווה של פירעון בולט או בלון. כמו כן, על פי רוב, הפרויקטים מאופיינים בחיתום כפול מטעם המנפיק והתאגיד הפיננסי המלווה, כאשר עבור המנפיק נרשמים שיעבודים מדרגה שנייה על הפרויקט, לצד שעבוד עודפים, וכן לעיתים יידרשו בטוחות נוספות כגון ערבויות אישיות של היזמים בפרויקט, כאשר בעבור התאגיד הפיננסי המלווה יירשמו שעבודים מדרגה ראשונה על מלא הזכויות בפרויקט. אנו סבורים כי מוקד סיכון בתיק האשראי של החברות הפועלות בתחום זה נובע מריכוזיות לענף הנדל"ן בלבד, שעלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסדים בלתי צפויים, נוכח מאפייני ההומוגניים של הענף. תחום זה מאופיין ברמת תחרות גבוהה יחסית, כאשר קיימים בו שחקנים רבים בתחום, לרבות גופי מימון חוץ-בנקאיים וקרנות חוב. חסמי הכניסה בתחום פעילות זה הינם גבוהים יחסית ודורשים ידע וניסיון בתחום ייזום הנדל"ן ונגישות גבוהה להון ומקורות מימון.

חברות הפועלות בתחום אשראי לליווי פרויקטי בניה:

מנפיקים הפועלים בתחום ליווי פרויקטי בניה מאופיינים לרוב בתיק אשראי בעל מח"מ בינוני-ארוך, כאשר הלוואות אלו ניתנות לרוב לתקופות של עד 60 חודשים, בשיתוף עם תאגיד פיננסי, בהתאם לשלבי הפרויקט ולתזרים המזומנים הצפוי בו. בענף המימון החוץ-בנקאי קיים מספר מצומצם יחסית של חברות אשר מספקות אשראי בכיר לליווי בניה בפרויקטי נדל"ן, אולם רמת התחרות הגבוהה מושפעת בעיקר מהמערכת הבנקאית, אשר מעמידה את רובו המוחלט של המימון בתחום זה, וכן מחברות ביטוח, חברות מימון חוץ-בנקאי, וקרנות מימון פרטיות. העמדת האשראי מתבצעת לרוב בשיטת הליווי הסגור, קרי ליווי ייעודי לכל פרויקט, וכן נדרש שעבוד מדרגה ראשונה על המקרקעין, על מלא הזכויות בפרויקט וכן על כל התקבולים העתידיים. אנו סבורים, כי מוקד סיכון בתיק האשראי של החברות הפועלות בתחום זה נובע מריכוזיות לענף הנדל"ן בלבד, שעלולה לפגום בכרית הספיגה כתוצאה מהפסדים בלתי צפויים, נוכח מאפייני ההומוגניים של הענף. חסמי הכניסה בתחום פעילות זה הינם גבוהים ודורשים ניסיון וידע בתחום מתן האשראי בכלל ובפרט בתחום העמדת מימון לפרויקטי נדל"ן, לצד הון עצמי משמעותי ונגישות גבוהה למקורות מימון איכותיים וזולים.

חברות הפועלות בתחום אשראי צרכני:

מנפיקים אשר פועלים בתחום האשראי הצרכני, מאופיינים בהעמדת אשראי סולו ו/או בהעמדת אשראי כנגד בטוחה מטריאלית. פעילות זו מאופיינת בפיזור רחב של לקוחות, אולם חשופה למגוון משתנים מקרו-כלכליים, המשפיעים על רמת התחרות, הביקושים, הסיכון והיציבות בענף, ומאופיינת במח"מ בינוני-ארוך, בהשוואה להלוואות כנגד שעבוד בטוחה, אשר עשויות להתאפיין בתקופות ארוכות יותר. רמת התחרות בתחום פעילות זה הינה גבוהה וכוללת בעיקר תאגידים בנקאיים, גופים מוסדיים וחברות כרטיסי אשראי, כאשר חסמי הכניסה הינם בינוניים-גבוהים וכוללים, בין היתר, ידע מקצועי ומערך טכנולוגי, לרבות בסיסי מידע ונתוני לקוחות, זאת לצד הצורך בהון משמעותי וגמישות פיננסית גבוהה, על מנת ליצור נגישות למקורות מימון, המאפשרים תנאי מימון נוחים יותר וזמינות השירות למבקשי האשראי.

חברות הפועלות בתחום סליקה וניכיון שוברי אשראי:

מנפיקים אשר פועלים בתחום הסליקה וניכיון שוברי אשראי, מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ קצר מאוד. סיכון האשראי בפעילות הינו אל מול תאגידים בנקאיים או חברות כרטיסי אשראי, המאופיינים בכושר החזר אשראי גבוה יחסית. רמת התחרות בתחום פעילות זה הינה מוגבלת וכוללת מספר מועט של שחקנים, כאשר חסמי הכניסה הינם גבוהים וכוללים בעיקר הסתמכות על מערכות מידע משוכללות וטכנולוגיה ייחודית.

חברות הפועלות בתחום הערבויות ו/או התחייבות לפירעון:

תחום זה מאופיין במח"מ קצר-בינוני, בהתאם לסוג ההתחייבות, וכן בפיזור רחב של לקוחות קצה ביחס לתחומי פעילות אחרים. תחום זה מאופיין בקבלת עמלות כנגד מתן השירות ועל כן תומך ברווחיות החברה וביציבותה הפיננסית. כמו כן, לרוב, כנגד העמדת הערבות, יירשמו שעבדים ובטוחות מצד מקבל הערבות. רמת התחרות בתחום פעילות זה הינה בינונית, וכוללת בעיקר תאגידים בנקאיים וגופים מוסדיים. חסמי הכניסה בתחום פעילות זה הינם ברמה בינונית-גבוהה וכוללים, בין היתר, ידע מקצועי ובסיס נתונים התומכים ביכולת חיתום יעילה ובזמני תגובה מהירים יחסית, השקעות במערכות מיחשוב ויכולת שיווק גבוהה, המאפשרת פיזור סיכונים על פני מספר רב של לקוחות קצה. חברות הפועלות בתחום הערבויות ו/או התחייבות לפירעון לרוב מסווגות פעילות זו כחוץ-מאזנית, כל עוד לא התקיים הצורך לחילוט הערבות או מימוש ההתחייבות לפירעון.

חברות מסוג BDC:

Business Development Companies ("BDC") הינן חברות לפיתוח עסקים בארה"ב אשר עוסקות במתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בארה"ב. חברות BDC מאוגדות תחת Section 54 של חוק חברות ההשקעות האמריקאי Investment Company Act of 1940 ומוגדרות כתאגידים מדווחים בהתאם ל-Exchange Act of 1934, אשר מחיל על החברות חובות דיווח שוטפות החלות על חברות ציבוריות על פי דיני ניירות הערך האמריקאים. בנוסף, החברות מפוקחות על ידי רשות ניירות ערך בארה"ב ה-U.S. Securities and Exchange (SEC). תיק האשראי מתאפיין במח"מ בינוני-ארוך, ושיעור גבוה של שעבדים מדרגה ראשונה. התחרות בענף הינה גבוהה וכוללת בנקים מסחריים וקרנות השקעה, כאשר להערכתנו, חסמי הכניסה הינם נמוכים עד בינוניים. הסיווג של חברות BDC כענף מובחן במתודולוגיה זו נובע מהרגולציה הייעודית בה הן פועלות, אשר מחילה עליהן מגבלות שונות, שבין השאר נמדדות באמצעות יחסים פיננסיים ספציפיים. היות וכך, עבור חלק מהפרמטרים בקטגוריה "פרופיל פיננסי" במטריצת הדירוג, מידורג קבעה מדדים פיננסיים נפרדים עבור חברות BDC עם משקלות שונים.

נציין, כי מתודולוגיה זו עשויה לכלול חברות מימון הפועלות בתחומים נוספים שלא תוארו לעיל, לרבות חברות מימון הפועלות תחת רגולציות שונות מהאמור.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 4 קטגוריות עיקריות, בהן 8 פרמטרים, חלקם מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
סביבת הפעילות	15%	סביבת הפעילות	15%	-	15%
פרופיל עסקי	10%	מיצוב עסקי ופיזור עסקי	10%	-	10%
פרופיל סיכון	7.5%	פיזור תיק האשראי (ענפים ולווים)	7.5%	-	7.5%
פרופיל פיננסי	67.5%	רווחיות	10%	רווח נקי/ממוצע נכסים מנוהלים	10%
		איכות נכסים	20%	חובות בעייתיים/תיק אשראי	12.5%
				חובות אבודים (מחיקות)/ממוצע תיק אשראי	7.5%
		הלימות ההון	15%	או בחברות BDC: תיק אשראי מובטח בשעבודים מדרגה ראשונה / תיק השקעות	
				הון עצמי מוחשי/סך נכסים מותאם	15%
		נזילות וגמישות פיננסית	12.5%	או בחברות BDC: כרית ACR ² מעל הדרישה הרגולטורית	
				נכסי מנפיק משועבדים/סך נכסים מוחשיים	5%
סה"כ	100%	מדיניות פיננסית	10%	נגישות למקורות מימון	7.5%
			100%		100%

* 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 לכוסר החזר האשראי של המנפיקים.

סביבת הפעילות

הערכת סיכון סביבת הפעילות של המנפיק נקבעת על ידינו באמצעות מספר תתי-פרמטרים איכותניים, המהווים לראיתנו קווי אבחנה עיקריים לשם ניתוח מאפייני הסיכון במגזרים בהם פועלים המנפיקים המדורגים על ידי מידורג. בדרך כלל, המשקל שמידורג תקנה לכל אחד מתתי הפרמטרים הינו זהה, למעט פרמטר סיכון האשראי של הפעילות שהינו במשקל כפול ביחס לתתי הפרמטרים הנוספים הנכללים בסביבת הפעילות. בנוסף, 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. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה מתקיימים מרבית המאפיינים של סביבת הפעילות של המנפיק.

² Asset Coverage Ratio.

במסגרת אפיון הסיכון הענפי מידורג תבחן את מגזרי הפעילות העיקריים והמשמעותיים של המנפיק ואת אופן השפעתם על איכות האשראי של המנפיק, זאת לרוב לפי התפלגות היקף תיק האשראי. אולם, ייתכן כי הבחינה תיעשה גם לפי היקף ההכנסות של המנפיק או שילוב של אלו, באופן שישקף בצורה המתאימה ביותר את הפיזור בין מגזרי הפעילות השונים.

הגורמים המרכזיים הנכללים בפרמטר סביבת הפעילות הינם:

פרופיל סיכון האשראי של ההלוואות - הגורם המרכזי בהערכת סיכון סביבת הפעילות של המנפיק הינו אפיון הסיכונים של מגזרי הפעילות השונים בהם פועל המנפיק. מאפיינים מרכזיים למגזרי הפעילות הינם קהל היעד, לרבות איכות הלקוחות, מטרת ההלוואות, פיזור הלקוחות, מח"מ האשראי שהועמד ובטוחות ראויות הניתנות למימוש, לרבות שיעור הבטוחות מהיקף המימון וכן סחירות הבטוחה ויכולת המנפיק לממשה (קיומו של שוק עמוק). מידורג בוחנת גם את סוג האלטרנטיבה למערכת הבנקאית שמהווה המימון המוענק ע"י המנפיק, ומסווגת בין חלופה לאשראי בנקאי לשכבת מימון נוספת מעבר לאובליגו הבנקאי.

יציבות הביקושים - מידת חיוניותו של השירות אותו מעניקה חברת מימון, כאשר תדירות צריכתו ויכולת החיזוי של הביקושים בעתיד מייצגים את יציבות הביקושים. ככל שהביקוש יציב יותר (קשיח), כך יכול המנפיק לנהל באופן יעיל את עסקיו ולצפות שינויים בהיקף הפעילות. ככל שפעילות הלקוחות עשויה להשתנות כתוצאה מהתפתחות טכנולוגית, מחזוריות הכלכלה או שינוי בהעדפותיהם, מתערערת יציבות הביקושים וחושפת את המנפיק לפגיעה בהיקפי פעילותו.

מאפיינים תחרותיים - מידת התחרות בענף נמדדת בעיקר באמצעות הערכת מספר השחקנים בענף, מידת הדומיננטיות שלהם ומשמעותיות חסמי הכניסה. חסמי כניסה משמעותיים עשויים לכלול השקעות הוניות נרחבות, ידע ייחודי או אסטרטגי, מערך טכנולוגי ויכולות מחשוב, לרבות בסיסי מידע ונתוני לקוחות, רישיונות והיתרים רגולטוריים שונים, או כדאיות כלכלית המוטלת בספק כתוצאה ממרווחים נמוכים.

השפעות אקסוגניות ורגולציה - בפרמטר זה מידורג בוחנת את מידת חסינות הענף ושרידותו בפני סיכונים אקסוגניים, כדוגמת משבר מקרו-כלכלי ו/או משבר בשווקי ההון. תדירות המשברים שחווה הענף בעבר, איכות השיקום ומשכו, וכן הכלים העומדים לרשותו בעת משבר, מסייעים לגבש את ציון הענף בהיבט זה. השפעה אקסוגנית משמעותית שעשויה לחזק או לפגוע בדירוג הינה קיומה/העדרה של רגולציה בענף ויציבותה.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי של המנפיק תומך ביכולתו לייצר תזרים בר קיימא וערך כלכלי בתחומים בהם הוא פועל, וגם לשמור על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. מנפיקים בעלי פרופיל עסקי איכותי, הכולל בין היתר, הון עצמי משמעותי, תזרים יציב, מוניטין ובסיס לקוחות רחב, צפויים להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק מאתגרים ועשויים לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי מנפיקים אלו יעמדו בהתחייבויותיהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש ותזרים נמוך או תנודתי, עשוי להיות מופעל עליהם לחץ פיננסי, שיש בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק ונמדדת על ידי הפרמטר מיצוב ופיזור עסקי.

מיצוב ופיזור עסקי

בבחינת מיצובו העסקי של המנפיק בענף, יציבותו ופיזור קווי העסקים שלו, מתחשבת מידורג במספר תחומי הפעילות השונים בהם פועל המנפיק (פיזור עסקי) ובנתח השוק בו הוא מחזיק בכל תחום פעילות (מיצוב עסקי), תחת הבחנה בין מעמד ריכוזי בתחומי ניהול ובין מעמד חזק בתחומי פעילות מרכזיים בענף. פרמטר זה יושפע לחיוב כאשר מנפיקים פועלים בתחומי מימון מגוונים ובעלי נתח שוק משמעותי בכל תחום פעילות, בהשוואה למנפיקים בעלי נתח שוק שאינו משמעותי בתחום פעילות יחיד. אלו, מעידים על יכולתו של המנפיק לנצל את יתרונותיו התחרותיים. בנוסף, יכולת המנפיק לשמור על נתח השוק שלו הינו גורם, אשר עשוי לחזק או לפגוע במיצוב העסקי. בנוסף, בבחינת המיצוב העסקי מידורג עשויה להתחשב בוותק המנפיק והיסטוריית פעילותו. היסטוריית פעילות ארוכה בתחומי הפעילות עשויה להעיד על יציבות עסקית ויכולת התמודדות מוכחת עם אתגרים ומחזורי עסקים לאורך זמן, ומהווה אינדיקציה ליכולתו של המנפיק להמשיך לצמוח בפעילותו, לצד שמירה על איכות נכסיו ויציבותו הפיננסית.

פרופיל סיכון הפעילות של חברות מימון חוץ-בנקאי נבחן, בין היתר, על בסיס מאפייני תיק האשראי ובפרט פיזור תיק האשראי.

פיזור תיק האשראי

בהיבט ריכוזיות תיק האשראי נבחנים מספר פרמטרים של פיזור חשיפות האשראי של המנפיק ביחס לתחומי הפעילות, לצד חשיפות אשראי ללווים שונים. ככל ששיעור התלות ו/או החשיפה ללווה/לקוח מסוים גבוה יותר, כך צפויה לגדול תנודתיות תוצאותיו של המנפיק בעתות משבר, ולהיפך. לקוח מהותי שהינו בעל איתנות פיננסית גבוהה עשוי למתן את סיכון הריכוזיות. עם זאת, סיכון הריכוזיות אינו מוסר באופן מוחלט, שכן שיקולים תחרותיים או שינויים אסטרטגיים של הלקוח עשויים להוביל לסיום ההתקשרות מולם. גורמים נוספים שעשויים להילקח בחשבון הינם בטוחות ושעבודים צולבים, במסגרתם הלווה משעבד מספר נכסים כנגד העמדת האשראי, או ריכוזיות ענפית הנובעת מתיק אשראי צרכני, המאופיין בפיזור לווי רחב, אשר עשויים למתן במידת מסוימת את סיכון ריכוזיות תיק האשראי. במקרה של מנפיקים הפועלים בתחום ניכיון השיקים, נבחן במסגרת פרמטר זה גם את ריכוזיות תיק האשראי ביחס למושכי השיקים.

פרופיל פיננסי

המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים"³ ומשלבים את ההתאמות הסטנדרטיות של מידרג לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. יחד עם זאת, מידרג עשויה לבצע התאמות אחרות הרלוונטיות למנפיק מסוים.

עבור חברות מימון חוץ-בנקאי, מידרג עשויה לבצע התאמות לדוחות הכספיים וכן לתיק האשראי של חברות אלו בקשר עם מבני מימון שונים הנהוגים בענף. לצד גיוס חוב מהמערכת הבנקאית ומשוק ההון, חברות מימון עשויות להתממן, בין היתר, באמצעות עסקאות המחאת זכויות על דרך המכר (להלן: "המחאת זכויות") ועסקאות איגוח תזרימי מזומנים מנכסי המנפיק ומכירתם לצדדים שלישיים (להלן: "תיקי איגוח"). על פי רוב, עסקאות מסוג זה, מאופיינות בניכוי הנכסים ממאזן המנפיק, על בסיס מכירת הנכסים ("True Sale"). לצורך הגברת ההשוואתיות למנפיקים אחרים בענף, מידרג עשויה לבצע התאמות עבור עסקאות אלה. בבחינת ההתאמות הנדרשות עבור מנפיקים אשר מתממנים באמצעות המחאת זכויות ותיקי איגוח, המבחן המרכזי שנבצע הינו האם למנפיק קיים סיכון מהותי (Recourse) אשר צפוי לנבוע מתוך אותן עסקאות או לחלופין, האם המנפיק מחזיק בנתח מהנכסים אשר להערכתנו מהווה סיכון נוסף על החברה מעבר לנכסים במאזן. ככל שנסבור כך, אנו נבצע התאמות לפרמטרים מרכזיים בקשר עם הרווחיות, הלימות ההון ואיכות הנכסים של החברה. להרחבה נוספת, ראו תתי פרקים רווחיות, הלימות ההון ואיכות הנכסים. נציין, כי הגדרת "נכסים מנוהלים" בפרמטרים הנבחרים תחת מתודולוגיה זו, מתייחסת לנכסים הנמצאים על מאזן המנפיק בתוספת נכסים חוץ-מאזניים אותם המנפיק מנהל ומתפעל, או שקיימת למנפיק חשיפה שיווית אליהם. נכסים חוץ-מאזניים נוספים אשר מידרג עשויה לבחון כחלק מהנכסים המנוהלים הינם פעילות ערביות המועמדות על ידי חברות בענף כחלק מפעילותן. להרחבה נוספת, ראו פרק הרווחיות, הלימות ההון ואיכות הנכסים.

רווחיות

יכולת הפקת רווחים מהווה גורם מרכזי ביכולת החזר החוב של חברת מימון ומהווה את קו ההגנה הראשון לספיגת הפסדים. כמו כן, יכולת הפקת רווחים לאורך זמן בקרב חברות מימון עשויה לתרום לחיזוק אמון המשקיעים והמלווים, נוכח צרכיהן התכופים למחזור חוב. פרמטר זה נמדד באמצעות רווח נקי לממוצע נכסים מנוהלים, כמפורט להלן:

רווח נקי / ממוצע נכסים מנוהלים - היחס מחושב כך שהמונה הינו הרווח הנקי והמכנה הינו ממוצע הנכסים המנוהלים של המנפיק (בתחילת התקופה ובסוף תקופת החישוב). בהערכת שיעור הרווחיות אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק, כאשר במסגרת ההתאמה נוסף את הנכסים המומחים והנכסים המאוגחים למכנה בחישוב היחס. בנוסף, במידה ולמנפיק קיימות חשיפות חוץ-מאזניות, כדוגמת פעילות ערביות, נוסף אותן למכנה בעת חישוב היחס.

³ הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים", באתר מידרג.

במקרים בהם שערור תיק האשראי/השקעות מתבצע באופן תדיר דרך רווח כולל אחר, חלף הרווח הנקי, ומשקף טוב יותר את התשואה הנקייה מסיכון אותה רואה המנפיק, מידורג עשויה לבחון את הרווח הכולל חלף הרווח הנקי.

איכות תיק הנכסים

איכות תיק האשראי של המנפיק משפיעה באופן ישיר על הכנסות המנפיק, בניית הכרית ההונית וגמישותו הפיננסית. לקוחות איכותיים ויציבים תומכים בכושר החזר האשראי של המנפיק. לעומת זאת, לקוחות שאיכותם ויציבותם מוטלות בספק, מהווים מקור מהותי לסיכון אשראי ולחוסר יציבות ברווחיות ובהון חברת המימון. שחיקה באיכות הנכסים מובילה להפסדים ולפגיעה ברווחיות ובהלימות ההון, עלולה ליצור סנטימנט שלילי מצד מממנים, ובהמשך לפגוע ביכולת המנפיק לגייס הון או חוב.

נציין, כי ייתכן ומידורג תניח שחיקה בתקופת התחזית בפרמטרים מסוימים המתייחסים לאיכות הנכסים, למשל, בשל צמיחה מואצת של תיק האשראי, או היעדר היסטוריה תפעולית מספקת בענף הפעילות, אשר להערכתנו, עלולה להביא לפגיעה במדדי איכות הנכסים. צמיחה מואצת למשל, עלולה לאותת על תיאבון מוגבר לסיכון ולהביא לתנודתיות מוגברת של ביצועי תיק האשראי. מנפיקים המאופיינים בצמיחה מואצת של תיק האשראי עלולים לגרום ללחץ על הבקורות וניהול הסיכונים בחברה, כאשר לחץ זה עלול לבוא לידי ביטוי בשחיקה במדדי איכות הנכסים.

כמו כן, בהערכת מדדי איכות הנכסים, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק, ככל שלהערכת מידורג, חשיפת המנפיק בעסקאות הללו אינה באה לידי ביטוי באופן מספק.

הפרמטרים הבאים נבחנו על ידי מידורג על מנת לאמוד את איכות הנכסים של חברת מימון:

- חובות בעייתיים / סך תיק האשראי ברוטו - בצד המונה נכללת יתרת ההפרשה הכללית בגין תיק האשראי, יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגינם הפרשה ספציפית, חובות אשר נמצאים בהסדר וכן חובות בפיגור מעל 90 ימים אשר לא נעשתה הפרשה בגינם. יחס זה מהווה אינדיקציה לאיכות החיתום ולרמת סיכון האשראי המגולמת בקהל לקוחות היעד של המנפיק. מאחר ומדיניות ההפרשות של המנפיקים משתנה ממנפיק למנפיק ומתבצעת, בין היתר, בהתאם להערכות של הנהלות המנפיקים, היסטוריית ביצועים של תיק האשראי וגורמים נוספים, יכולת ההשוואה של חובות בעייתיים בין המנפיקים הינה מוגבלת. בשל כך, מידורג עשויה לבצע התאמות שונות בחישוב יחס החובות הבעייתיים על מנת לשפר את ההשוואה בנתון זה בין המנפיקים הפועלים בענף. נציין, כי המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידורג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של המנפיק. ככלל, מידורג תבצע את ההתאמות הנוספות הבאות: (1) עבור הלוואות שניתנו במסגרת פעילות ניכיון שיקים, ילקחו בחשבון חובות אשר בפיגור מעל 30 ימים; (2) עבור הלוואות המסווגות בשווי הוגן, נכלול במונה חובות בפיגור כאמור לעיל, חובות שאינם מבצעים (אינם צוברים ריבית), וכן מידורג עשויה לכלול הלוואות אשר בוצע בגין שערור שלילי הנובע מעלייה בסיכון האשראי של הלווה. נציין, כי שינוי בשווי הוגן של הלוואה עשוי לנבוע מתנאי שוק כגון שינויים בריבית המשק, ואינו בהכרח מעיד על סיכון האשראי של הלווה. על כן, נבחן בנפרד הלוואות מהותיות שבוצע בגין שערור שלילי וניקח בחשבון רק הלוואות ששערורן השלילי נובע מהרעה בסיכון האשראי וביכולת החזר של הלווה. בצד המכנה נכלול את סך תיק האשראי ברוטו; (3) עבור מנפיקים אשר קיימת להם פעילות של ערבויות ו/או התחייבות לפירעון שלא נרשמות במאזן, נוסף חשיפות אלה למכנה בעת חישוב היחס, על מנת לשקף את סך החשיפה הקיימת של המנפיק, כדי לשפר את יכולת ההשוואה בין המנפיקים השונים; (4) אנו עשויים שלא להכליל בחובות הבעייתיים חובות בפיגור עד 90 יום שבוצעה בגינם הפרשה ספציפית שהינה סטטיסטית; (5) מידורג עשויה לבצע התאמות לשיעור החובות הבעייתיים הצפוי בתקופת התחזית במקרה בו המנפיק ביצע עסקאות איגוח, זאת במידה ולהערכת מידורג ההפרשה שבוצעה בגין השכבות המוחזקות על ידי המנפיק אינה משקפת את סיכון האשראי של אותה שכבה.

- חובות אבודים (מחיקות) / ממוצע סך תיק האשראי ברוטו - יחס זה מחושב כך שהמונה הוא סכום המחיקות שרשם המנפיק בתקופה. עבור מנפיקים המסווגים את תיק האשראי בשווי הוגן, ילקחו בחשבון במונה שערורים שליליים שבוצעו במהלך התקופה בגין הרעה בסיכון האשראי. המכנה הוא ממוצע תיק האשראי ברוטו (נמדד כממוצע בין תחילת וסוף תקופה). יחס זה מייצג את שיעור ההלוואות בהן מיצה המנפיק את מאמצי הגבייה והכיר בהן כחובות אבודים, ומשקף את איכות ואפקטיביות הגבייה, וכן את יכולות השיקום של המנפיק. ככל שהיחס גבוה יותר, הוא מעיד על רמות סיכון גבוהות יותר בתיק האשראי

ושחיקה ביכולת הגביה של המנפיק. יחס זה מהווה אינדיקציה משלימה לרמת סיכון האשראי בפועל המגולמת בפלח הלקוחות של המנפיק. בהקשר זה נציין, כי ההחלטה על מחיקת חוב הינה תוצאה של מדיניות החברה, כפופה לשיקול דעת ההנהלה וכן לשיקולים נוספים, ועל כן עשויה להשתנות בין מנפיקים, באופן שמקשה על ההשוואות בפרמטר זה. לפיכך, מידורג עשויה לבצע התאמות מסוימות ביחס זה בתקופת התחזית, על מנת לשפר את יכולת ההשוואה בין המנפיקים בענף. כמו כן, עבור מנפיקים אשר קיימת להם פעילות של ערבויות ו/או התחייבות לפירעון שלא נרשמות במאזן, נוסף חשיפות אלה למכנה בעת חישוב היחס, על מנת לשקף את סך החשיפה הקיימת של המנפיק ובכדי לשפר את יכולת ההשוואה בין המנפיקים השונים. בנוסף, מידורג עשויה לבצע התאמות לשיעור החובות האבודים הצפוי בתקופת התחזית במקרה בו המנפיק ביצע עסקאות איגוח, בהתאם להיסטוריית הביצועים של התיקים המאוגחים, ולצד מאפייני עסקת/עסקאות האיגוח, תחת תרחישי לחץ.

- שעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק / תיק השקעות - נשתמש ביחס זה עבור מנפיקים מסוג BDC בלבד, אשר מאופיינים במתן הלוואות מובטחות בשעבוד, לרוב מדרגה ראשונה. יחס זה מחושב כך שהמונה לוקח בחשבון את סך ההלוואות שהעמיד המנפיק ומובטחות בשעבוד מדרגה ראשונה, והמכנה לוקח בחשבון את תיק השקעות של המנפיק. יחס זה מייצג את שיעור ההלוואות שהעמיד המנפיק אשר בגין הוא מחזיק בשעבוד על נכס מדרגה ראשונה. ככל שיחס זה גבוה יותר, כך גוברת הסבירות כי המנפיק יוכל לשקם אחוז גבוה יותר מההלוואות אשר ימצאו בכשל.

הלימות הון

איתנותן הפיננסית של חברות המימון הינה גורם משמעותי בדירוג. בפרט, הון עצמי של חברה מאפשר לה לספוג הפסדים ותנודתיות ברווחיות ובביצועיה בתקופות משבר. ללא הון מספק, חברות מימון לא תוכלנה להתמודד עם משברים סיסטמטיים או פרטניים. הון מספק מאפשר למנפיק נגישות למקורות מימון ויכולת ניצול הזדמנויות עסקיות (כגון רכישת פעילות, פיצולים, מחיקות וכו'). שיעור ההון העצמי המוחשי⁴ ביחס לסך הנכסים המותאמים הינו הפרמטר המרכזי אותו מידורג בוחנת בהיבט זה. בהערכת מדדי הלימות ההון, אנו נביא בחשבון את תוכניות המנפיק לצמיחה של תיק האשראי, מדיניות חלוקת הדיבידנדים וגורמים נוספים, אשר להערכתנו עלולים להביא לשחיקה במדדי הלימות ההון. כמו כן, בהערכת מדדי הלימות ההון, אנו עשויים לבצע התאמות המתאמות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק, ככל שלהערכת מידורג, חשיפת המנפיק בעסקאות הללו אינה באה לידי ביטוי באופן מספק בהלימות ההון. במידת הצורך, חשיפה זו תנוכה מהיקף ההון ומהנכסים ביחס הלימות ההון המחושב. הבחינה תעשה בהתאם למאפייני עסקת האיגוח, ביצועים היסטוריים בעסקאות דומות של החברה (ככל וקיים טרק רקורד), רמת הבכירות של השכבות המוחזקות על ידי החברה, מפל התשלומים וסדר הנשייה. התאמה זו, על בסיס מאפיינים ספציפיים תשקף באופן הולם את הפרמטרים כאמור. בנוסף לכך, אנו עשויים לשקף חשיפה לסיכונים תפעוליים או רגולטוריים אשר עלולים להשפיע על תיק האשראי, וכן לבצע ביחס התאמות נוספות.

- יחס הון עצמי מוחשי / סך נכסים מותאמים - מייצג את הלימות ההון של המנפיק ביחס לסך הנכסים בגינם קיימת למנפיק חשיפה, ובפרט לתיק האשראי שלו. יחס זה מחושב כך שהמונה לוקח בחשבון את סך ההון העצמי המוחשי המותאם והמכנה לוקח בחשבון את סך הנכסים המותאמים של המנפיק, כמפורט לעיל.
- כרית ACR מעל הדרישה הרגולטורית - נשתמש ביחס זה עבור מנפיקים מסוג BDC בלבד שנתונים תחת רגולציה, אשר מחייבת אותם לעמוד ביחס מינימלי של כיסוי נכסים. יחס כיסוי נכסים (ACR) מטרנו לאמוד את יכולת שירות החוב של המנפיק בהינתן מכירה ו/או הנזלת נכסיו. יחס כיסוי הנכסים מחושב בצורה כזו שהמונה לוקח בחשבון את סך הנכסים של המנפיק בניכוי התחייבויות לא פיננסיות, והמכנה לוקח בחשבון את סך יתרת החוב של המנפיק. פרמטר כרית ACR מעל הדרישה הרגולטורית מחושב באופן שבו המונה הינו יחס ACR בפועל בו עומד המנפיק, פחות יחס ACR הרגולטורי או יחס ACR הנדרש בהתאם לאמות המידה הפיננסיות של המנפיק (הגבוה מביניהם), והמכנה הינו יחס ACR הרגולטורי או יחס ACR הנדרש בהתאם לאמות המידה הפיננסיות של המנפיק (הגבוה מביניהם).

⁴ סך הון עצמי בניכוי מניות בכורה וזכויות מיעוט, כאשר תיתכנה התאמות נוספות.

נגישות של חברות מימון למקורות אשראי והיכולת לנצל אותם באופן שוטף הינן גורם משמעותי ליכולת התפעול שלהן, מאחר ואשראי הינו חלק חיוני מהמודל העסקי בענף, כאשר מרבית חברות המימון נשענות באופן הדוק על מימון חיצוני. בהערכת הגמישות הפיננסית אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לגורמים נוספים, דוגמת נכסים בלתי משועבדים של המנפיק, אשר בגינם המנפיק יכול לגייס חוב נוסף, אשר צפוי מחד לסייע בהגדלת פעילותו ומאידך להכביד על הגמישות הפיננסית שלו.

- **נכסים משועבדים לסך נכסים מוחשיים** - יחס זה מבטא את הגמישות הפיננסית של המנפיק באופן בו הוא יכול להתממן אל מול תאגידים פיננסיים תוך שעבוד נכסיו. מנפיקים המאופיינים ביחס נכסים משועבדים לסך נכסים נמוך, ייחשבו כמנפיקים עם גמישות פיננסית טובה עם מרחב פעולה רחב לצורך המשך מימון פעילות החברה וצמיחתה באמצעות גורמים מממנים. יחס זה מחושב כאשר המונה לוקח בחשבון את סך נכסי המנפיק אשר משועבדים בשעבדים ספציפיים והמכנה לוקח בחשבון את סך הנכסים המוחשיים של המנפיק.
- **נגישות למקורות מימון** - מגוון מקורות המימון של מנפיק ונגישותו אליהם משמשים כמדד לגמישות הפיננסית שלו. ככלל, מנפיקים אשר מתממנים באמצעות מספר גורמים ובתמהיל מקורות רחב, דוגמת תאגידים בנקאיים, גופים מוסדיים, אג"ח ציבורי, כתבי התחייבויות נדחים, ספקי אשראי, הלוואות בעלים, איגודים ועוד, נחשבים לבעלי גמישות פיננסית חזקה יותר, לעומת גופים אשר מתממנים באמצעות מספר מועט של גורמים מממנים ובתמהיל צר של מקורות מימון. בהקשר זה, נציין, כי מידורג מקנה חשיבות גבוהה למקורות מימון המתבססים על מסגרות אשראי מחייבות, אשר נחתמו לשנה לפחות (במועד חתימת המסגרת), על פני מסגרות אשראי לא חתומות (למשל, On-Call).

מדיניות פיננסית

לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית, כדוגמת רמת המינוף ומדיניות הנזילות, נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון, ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. פרמטר המדיניות הפיננסית נועד גם להעריך את מידת האיזון שבה נוקטים הדירקטוריון והנהלת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב, ואת מידת השמרנות של 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. 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 וסיכויי 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 סיכויי השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבע, חשיפות לריבית, חשיפות מח"מ, חשיפה למדד והשקעות בניירות ערך.
- **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 עלול להשפיע על הדירוג.

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 מבדל 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 חברות מימון, ובכך הדירוג שנקבע עשוי או עלול להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- נזילות** - פרמטר זה הינו מהותי לדירוגי האשראי, אולם הוא עלול שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת ההשוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן בחינת השפעת הנזילות תבוצע במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. בחינת הנזילות של החברה תיבחן לרוב באמצעות יחס מקורות לשימושים, אשר מבטא את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה השוטפות תוך שימוש במקורות פנימיים וחיצוניים. אנו רואים בקיומן של מסגרות אשראי מחייבות אשר נחתמו לתקופה של שנה (במועד חתימת המסגרת) ופנויות, בהיקף הולם ביחס לחלויות השוטפות של החברה, כגורם מהותי בהערכת הנזילות, כאשר אלה עשויות, בכפוף לתנאיהן ומגבלותיהן, לספק לחברה גמישות פיננסית, משפרות את יכולתה לצלוח תקופות מאתגרות בסביבה המקרו-כלכלית מרסנת ותומכות בנזילות המנפיק. בד בבד, אנו נראה גורם חיובי לדירוג מנפיק אשר קיימת לו נזילות בולטת לחיוב ביחס לחלויות השוטפות, וכן ביחס לדירוג ו/או לענף, לאורך זמן ו/או כמדיניות. מנגד, מנפיק אשר להערכתנו היתרות הנזילות שלו אינן מספקות ביחס לחלויותיו השוטפות, עלול לספוג הרעה בדירוג.
- אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה, בין היתר, בהתייחס לאסטרטגיית הצמיחה של תיק האשראי, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות, והתיאבון לסיכון שהם מגלמים. כמו כן, נביא בחשבון את אסטרטגיית המנפיק בשיעבוד בטוחות מטריאליות הניתנות למימוש, שעבודים צולבים ועוד. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניותיה לעתיד.
- 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, יכולתן לתכנן ולהוציא לפועל תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution Risk).
- גמישות פיננסית** - אי-עמידה באמות מידה פיננסיות, 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, מידורג בוחנת גם את מועד פירעון ההלוואות והאמורטיזציה של ההלוואות, 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 מתמנים לסיכונים אלו. כמו כן, אנו נבחן את יכולת המנפיק לנצל בפועל את מסגרות האשראי העומדות לרשותו, בהינתן דרישות השעבוד ואמות המידה הפיננסיות מהגופים המממנים כתנאי לניצול המסגרות.
- ניהול סיכונים** - מטרתה של מערכת ניהול הסיכונים בחברת מימון היא להקטין או להגביל את הסיכונים איתם מתמודד המנפיק, אשר עלולים לפגוע ברווחיות וביכולת חיזוי ההכנסות שלו. ניהול הסיכונים בחברת מימון נתפס כפונקציית מפתח לאור אופי הפעילות, כאשר הטמעת מערכת ניהול סיכונים יעילה תומכת בפרופיל הסיכון של המנפיק. במסגרת השיקולים הנוספים אנו נבחן, בין היתר, את חשיבותו ומקומו של מערך ניהול הסיכונים בחברה, היקף הסמכות והעצמאות לה הוא זוכה, המנגנונים והבקורות בחברה, תדירות וטיב התקשורת שמקיימת פונקציה זו אל מול קובעי המדיניות במנפיק וכמו כן את איכות מערכות ניהול הסיכונים. כמו כן, תתכן הטבה דירוגית עבור מנפיקים המאופיינים במערך ניהול סיכונים הבולט לחיוב ביחס לדירוג ו/או לענף. לדוגמא, מנפיק הנתמך במערך ניהול סיכונים של גוף מוסדי עם פונקציות ומשאבים הבולטים לחיוב באופן משמעותי ביחס לנהוג בענף.
- 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 לסיכונים אשראי ומוניטין מתפתחים, בין היתר, עקב הסתמכות הולכת וגוברת על טכנולוגיה בפעילות העסקית.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות חוזית או משפטית 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 המטריצה, 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 גבוה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- **תמיכה מבעל המניות או מהחברה האם** - אנו בוחנים את סבירות התמיכה בחברת המימון 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 שרלוונטי) ואת השפעתה 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 של מידרוג. 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 רוחביות אחרות, דירוגי מכשירים פיננסיים יכול שייקבעו בדירוג גבוה או נמוך ביחס לדירוג המנפיק, בהתבסס על הערכתנו ביחס לשונות בשיעורי ההפסד הצפויים, היחסי 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 מידרוג⁵.

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.

⁵ הנכם מוזמנים לעיין במסמך "סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג", באתר מידרוג.

הנחות היסוד במתודולוגית הדירוג החלות על חברות מימון 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, ויכולים 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 המקרו-כלכלית, תנאי השוק, המימון, התרחשויות 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 המתקבלת 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 רחביות, 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, מידורג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים המסתנים, 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. מטרותנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים המסתנים.

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 ודאות משמעותית.

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רחביות) 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

תאריך הדוח: 29.05.2025

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.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה
סביבת פעילות	15%	ענף המאופיין בסיכון פעילות נמוך מאוד; ענף מימון מונופוליסטי; חוזק תמחור מונופוליסטי; ענף יציב באופן יוצא דופן וללא אופק לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; אין קורלציה למחזור כלכלי מקומי; תנודתיות נמוכה לאורך זמן ויוצאת דופן; ללא אירועי כשל. קו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים תחליפיים. מוצר הפונה לכלל שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	ענף המאופיין בסיכון פעילות נמוך; ענף ריכוזי; מספר מועט או ללא שחקנים חדשים; חוזק תמחור אוליגופוליסטי; תחרות נמוכה או ללא מצד תאגידים בנקאיים וגופים ממנים אלטרנטיביים. ענף עם יציבות גבוהה עם סיכוי נמוך לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; ענף מבודד באופן רב ממחזוריות כלכלית מקומית; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט מאוד אירועי סיכון. יציבות וקו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים תחליפיים. מוצר הפונה למספר רב של שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	ענף המאופיין בסיכון פעילות נמוך עד בינוני; ריכוזיות מתונה [בינונית] יחסית של חברות מימון, אולם החזקה בנתחי שוק משמעותיים, ומספר מועט של שחקנים חדשים; תחרות מוגבלת מצד תאגידים בנקאיים, חברות מימון וגופים מממנים אלטרנטיביים; חשיפה נמוכה לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט אירועי סיכון; קו מוצר בסיכון נמוך מפני חדירת מוצרים חדשניים תחליפיים; טרד רגולטוריים; חלק מהענף עשוי להיות חשוף לסגמנטים בסיכון גבוהה.	ענף המאופיין בסיכון פעילות גבוה; חברות מימון עם נתח שוק נמוך יחסית; מספר רב של שחקנים חדשים ואיתנים או נשלט על ידי תאגידים בנקאיים; דפוסי תמחור תחרותיים ביותר; הענף מותאם למחזור הכלכלי המקומי ברמה גבוהה, אבל עם היסטוריית תנודתיות; קו מוצר חשוף מפני חדירת מוצרים; צמיחה גבוהה מאוד בענף או הישענות על רגולציות מהותיות; אירועי סיכון רבים. מוצר עם טרד רגולטור קצר, או הישענות על טכנולוגיה לא מוכחת, או חשיפה לסגמנטי אוכלוסייה בסיכון גבוה.				
פרופיל עסקי	10%	חברה מובילת שוק לאורך זמן. לא צפויה שחיקה במעמדה הענפי בטווח הזמן הקצר-בינוני; מספקת הצעת ערך כוללת ובעלת מיצוב טכנולוגי מצוין; מספר רב של סגמנטי עסקים ומגוון רחב של ערוצי שירותים בכלל הסגמנטים; מנפיק בעל ניסיון וותק רב מאוד לאורך מספר רב מאוד של מחזורי פעילות, עם טרד רגולטור מצוין ללא אירוע כשל וניסיון גבוה מאוד בענף ובתחום פעילות.	אחת מהחברות בעלות נתח השוק הגדול ביותר במגוון רחב של פעילויות; או נתח שוק גבוה מאוד בתחום נישא; מספקת הצעת ערך כוללת ובעלת מיצוב טכנולוגי טוב מאוד; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים במרבית הסגמנטים; מנפיק בעל ניסיון רב שעבר לאורך מספר רב של מחזורי פעילות, עם טרד רגולטור טוב מאוד ללא אירוע כשל עם ניסיון גבוה בענף ובתחום פעילות.	נתח שוק משמעותי במגוון פעילויות; או פעילות משמעותית בתחום נישא; בעלת מיצוב טכנולוגי הולם; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים לפחות בסגמנט אחד; מנפיק בעל ניסיון שעבר לפחות מחזור פעילות אחד וותק עם טרד רגולטור טוב, ללא אירוע כשל, עם ניסיון גבוה בענף ובתחום הפעילות.	חברה בעלת נתח שוק נמוך במגוון פעילות; או מיצוב טוב בתחום נישא; בעלת מיצוב טכנולוגי נמוך; בין 1-2 סגמנטי עסקים; מנפיק ללא ותק וניסיון משמעותי ו/או ללא ניסיון בתקופות משבר כלכלי, טרד רגולטור בינוני.	פעילות מגוונת ללא נתח שוק משמעותי; או מיצוב טוב בתחום נישא; חברה בעלת מיצוב נישא; שהינו בעל מאפיינים תנודתיים; בעלת מיצוב טכנולוגי נמוך מאוד; סגמנטי עסקים אחד; מנפיק ללא ותק/או ללא ניסיון, עם טרד רגולטור קצר.			

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה
פרופיל הסיכון	ריכוזיות תיק האשראי	7.5%	פיזור ברמה יוצאת דופן בין ענפי הפעילות והלקוחות.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ-10% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 3.3% פיזור לקוחות ענפי גבוה - חשיפה נמוכה מ-25% לענף.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ-15% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 5.5% פיזור לקוחות ענפי גבוה - חשיפה נמוכה מ-35% לענף.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ-20% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 7.7% פיזור לקוחות ענפי סביר - חשיפה נמוכה מ-45% לענף.	מבנה ריכוזי מסוים ביחס ללקוחות או ענף מסוים; 10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ-30% מהתיק. חשיפה אינה עולה על 10%.	מבנה ריכוזי מובהק ביותר ביחס ללקוחות או ענף מסוים; 10 החשיפות הגדולות מהוות מעל ל-30% מהתיק.	
				3.5%-5.0%	2.5%-3.5%	1.0%-2.5%	0.5%-1.0%	0.5%>	
				3.5%-1.5%	6.5%-3.5%	8.5%-6.5%	10.5%-8.5%	>10.5%	
				0.75%-0.25%	1.25%-0.75%	3.0%-1.25%	5.0%-3.0%	>5.0%	
פרופיל פיננסי	הלימות הון	7.5%	או עבור BDC: שיעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק לתיק השקעות	>95%	90%-95%	85%-90%	70%-85%	55%-70%	45%-55%
				>30.0%	22.0%-30.0%	16.0%-22.0%	12.0%-16.0%	8.0%-12.0%	8.0%>
				>35.0%	25.0%-35.0%	20.0%-25.0%	15.0%-20.0%	10.0%-15.0%	10.0%>
פרופיל פיננסי	הלימות הון	5%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים	15%-0%	30%-15%	45%-30%	60%-45%	75%-60%	100%-75%
				15%	22.0%-30.0%	16.0%-22.0%	12.0%-16.0%	8.0%-12.0%	8.0%>

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה
נגישות למקורות מימון	7.5%	נגישות טובה מאוד לשוק ההון אף בעיתות משבר וממון מקורות מימון אשר כוללים את המערכת הבנקאית, שוק ההון, איגוחים, מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים.		מגוון מקורות מימון ונגישות טובה לשוק ההון אף בעיתות משבר, אשר כוללים את המערכת הבנקאית, שוק ההון, איגוחים, מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים.	נגישות החברה לשוק ההון טובה; אולם החברה עלולה להתקשות בעיתות משבר. לחברה עלולה להיות תלות במקור מימון עיקרי. מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון, איגוחים או מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים.	נגישות החברה לשוק ההון מוגבלת, בפרט בעיתות משבר; לחברה עלול להיות תלות במקור מימון עיקרי. מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון, איגוחים או מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים.	נגישות לשוק ההון מוגבלת מאוד, לצד תלות מהותית במסגרת מימון עיקרית.	לא קיימת נגישות לשוק ההון. בטוסף, קיימת תלות משמעותית במסמן עיקרי. כמו כן, לרוב מדובר בחברה פרטית. החברה מתממנת דרך מסגרת מימון אחת עיקרית.	
				המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (Risk) שיוביל לשוני בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; קיימת התאמה במידה רבה בין מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות; ניהול סיכונים השוק שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; אין במדיניות החלוקה כדי לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מח"מ הפעילות היו קצר מאד.	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (Event Risk) שיוביל לשוני בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; קיימת התאמה במידה רבה בין מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות; ניהול סיכונים השוק שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; אין במדיניות החלוקה כדי לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מח"מ הפעילות היו קצר.	המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה/ בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות; עקביות במדיניות ההשקעות, התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות רכישה מסונפות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה/בינונית; קיימת התאמה חלקית בין מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית; מדיניות החלוקה יכול ובאה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה; מח"מ הפעילות הינו בינוני.	המדיניות הפיננסית של החברה נטתה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות מסונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; לא קיימת התאמה בין מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה; מח"מ הפעילות הינו ארוך מאד.	המדיניות הפיננסית של החברה נטתה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות מסונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; לא קיימת התאמה בין מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה; מח"מ הפעילות הינו ארוך מאד.	

*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 אחרים.

פתוח להערכות הצעיר

© 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, המוצגים, 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 ביועץ פיננסי או ביועץ 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 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 מצדם (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.