

# דירוג חברות נדל"ן מניב

דוח מתודולוגי | מאי 2020

## אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח - אנליסט בכיר

[Hay.riany@midroog.co.il](mailto:Hay.riany@midroog.co.il)

אורית תשובה - ראש צוות

[Orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:Orit.teshuva@midroog.co.il)

רן גולדשטיין - סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן

[Ranq@midroog.co.il](mailto:Ranq@midroog.co.il)

---

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הנדל"ן המניב. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף הנדל"ן המניב. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות בענף הנדל"ן המניב (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של חברות הפועלות בענף הנדל"ן המניב ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים בענף הנדל"ן המניב. 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, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רחוביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה 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 (5) שיקולים נוספים (6) דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (8) מגבלות (9) דוחות קשורים (10) נספח. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות נדל"ן אשר פעילותן העיקרית הינה בעלות, החזקה ותפעול ארוכי טווח של נכסי נדל"ן המניבים הכנסות מדמי שכירות ו/או תשואה עודפת הנובעת מהשבתתם. תחת מתודולוגיה זו, נבחנות חברות נדל"ן מניב במספר תחומים, אשר העיקריים בהם הינם מגורים, משרדים, מסחר, לוגיסטיקה ותעשייה. חברות העוסקות בעיקר בייזום למגורים, בתחום המלונאות ובדירוג מוגן מדורגות תחת מתודולוגיות נפרדות.

**המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות נדל"ן מניב החל מיום 24.05.2020, דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בינואר 2019. מידרוג תבחן את ההשלכות על הדירוגים הרלוונטיים בחודשים הקרובים. מטרת הפרסום הינה הפניה למתודולוגיית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי". לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור למתודולוגיית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי" ממרץ 2020 ותוצאות הערות הציבור מיום 13.05.2020, הינכם מופנים לאתר מידרוג - [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).**

## תיאור ענף הפעילות

ענף הנדל"ן המניב מאופיין לרוב בעתירות הון גבוהה, פיזור שחקנים וגיוון עסקי רב. מאפיינים אלו באים לידי ביטוי בסוגי הנדל"ן המניב, בפיזור הגיאוגרפי של הנכסים, מגוון אפשרויות המימון ועוד. מבנה המימון של חברות נדל"ן מניב מאופיין לרוב בשכבת חוב בכיר המובטח בשעבוד ראשון בדרגה בנכסי הנדל"ן המניב, כולם או חלקם, ובשכבת אג"ח או חוב בלתי מובטח אחר המשמשת לצורך הון עצמי לרכישת נכסים אחרים או להקמתם. במקרים מסוימים, נכסי הנדל"ן המניב מאוגדים תחת חברות נכס או שותפויות, אשר מוחזקות במלואן או בחלקן על ידי המנפיק, שהינו הישות העסקית המנהלת את הנכסים ומפעילה אותם.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 6 פרמטרים, כאשר חלק מהפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
<b>סביבת הפעילות</b>	20%	תחום פעילות וסביבה כלכלית	20%	---	20%
		היקף הפעילות	5%	סך מאזן	5%
<b>פרופיל עסקי</b>	20%	איכות הנכסים ויציבות הפעילות	15%	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	15%
		רמת מינוף	20%	חוב פיננסי / CAP	20%
		תזרים ויחסי כיסוי	20%	היקף FFO / חוב פיננסי / FFO	6% / 14%
<b>פרופיל פיננסי</b>	60%	נזילות וגמישות פיננסית	20%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	6%
				חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	6%
				יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	8%
<b>סה"כ</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>		<b>100%</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

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

## סביבת הפעילות

בחינת סביבת הפעילות הינה קטגוריה חשובה להערכת יציבות ועמידות הביקוש לנכסים, גם לאורך מחזורים כלכליים שונים.

בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים לרוב את חוזק ויציבות הכלכלה בה פועל המנפיק ובהתאם לסוג הנדל"ן של המנפיק באותה כלכלה. מידרוג מבצעת הבחנה בין מספר סוגים עיקריים של תחומי פעילות בהתאם לסוג השימוש בנכס. תחומי הפעילות העיקריים בענף הנדל"ן המניב הינם מגורים להשכרה, משרדים, מסחר, לוגיסטיקה ותעשייה. עם זאת, ייתכנו תחומי פעילות נוספים. להערכת מידרוג, תנאים מאקרו-כלכליים עלולים להשפיע באופן מהותי על ביצועי חברות נדל"ן מניב. למשל, מחזוריות כלכלית וצמיחת התמ"ג בכלכלה בה פועל המנפיק, משפיעים על היקף העסקאות, רמות הביקוש והמחירים בענף.

בנוסף, בהערכת קטגוריה זו, אנו בוחנים לרוב תחרות וחסימי כניסה בסביבת הפעילות של המנפיק, המתבטאים, בין היתר, בהיצע ועלויות של נכסים/קרקעות המשפיעים על הקמה של נכסים חדשים. סביבת פעילות המתאפיינת בהיצע מוגבל ו/או במחירים גבוהים של נכסים/קרקעות, מקבלת לרוב ניקוד גבוה יותר במטריצת הדירוג. במסגרת קטגוריה זו, אנו עשויים לבחון, בין היתר, את מגמות

הביקוש וההיצע ההיסטוריות וכן תחזיות לטווח הזמן הקצר והבינוני. הבחינה עשויה להתייחס למשתנים כגון שיעורי תפוסה, היקף עסקאות, שיעורי תשואה (CAP rates), מגמות דמוגרפיות, התחלות בנייה ונזילות השוק.

בנוסף, נבחנת הרגולציה החלה על סביבת הפעילות של המנפיק ותחומי פעילותו, כאשר רגולציה שקופה ויציבה התומכת בחברות הפועלות בסביבת הפעילות, עשויה להשפיע לחיוב על הדירוג. למשל, קיימים תחומים ספציפיים הכפופים לרגולציות התומכות ביציבות הענפית כגון דיור להשכרה בארה"ב, גרמניה וכדומה.

## 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 צפויים להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק בעייתיים ועשויים לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי מנפיקים אלה יעמדו בהתחייבויות שלהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, מה שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש ותזרים נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר לחץ פיננסי שיופעל עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק.

## היקף הפעילות

היקף פעילות גבוה עשוי לעיתים להעיד, בין היתר, על תלות קטנה יותר בנכסים, מיצוב ומוניטין בתחום הפעילות ביחס לחברות אחרות. בנוסף, להערכת מידרוג, מנפיק בעל היקף פעילות גבוה יותר, יהיה לרוב עמיד יותר בפני תנודות בסביבת הפעילות, ביניהם שינויים בביקוש לנכסים ושינויים בעלויות התפעול. מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר זה על ידי סך המאזן של המנפיק.

לגבי מנפיק המיישם את כללי החשבונאות הבינלאומיים IFRS ומציג נדל"ן להשקעה לפי שווי ההוגן בדוחותיו, סך המאזן הינו כמפורט בדוחותיו. עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובוחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך חישובו של יחס זה, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה לפי עלותו בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינו ותבצע התאמה לסך המאזן בהתאם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

## איכות הנכסים ויציבות הפעילות

### יציבות הפעילות והביקוש לנכסים

במסגרת פרמטר זה, נבחנים בדרך כלל מיקום הנכסים, שיעורי התפוסה לאורך זמן ורמות הגימור של הנכסים, כאשר לרוב ככל שרמת הגימור גבוהה יותר, כך יושפע פרמטר זה לחיוב. בבחינת מיקום הנכסים, ייתכן וניתן משקל גם למידת צפיפות האוכלוסייה. למשל, נכסים הממוקמים במרכזי ערים (CBD), עשויים להיות יציבים יותר לאורך זמן.

כמו כן, במסגרת בחינת הפרמטר, ייבחנו לרוב מבנה חוזי השכירות ואורכם (למשל, עלייה מובנית של שכ"ד או אפשרויות יציאה של השוכר). איכות השוכרים הינו פרמטר שיילקח בחשבון בעיקר במקרים בהם קיימים שוכרים אשר מהווים מקור משמעותי בהכנסות המנפיק, או כאשר קיים פיזור שוכרים נמוך. במסגרת בחינת איכות השוכרים נתחשב לעיתים בתחום פעילותם, ויתכן שגם במיצובם הפיננסי, ככל שהדבר נמצא רלוונטי וניתן להערכה.

## פיזור וגיוון הפעילות והשוכרים

במסגרת פרמטר זה, נבחנים בדרך כלל פיזור הנכסים והשוכרים. כמו כן, יתכן ויבחנו גם פיזור הטריטוריות הגיאוגרפיות וגיוון סוגי הפעילות והשוכרים. פיזור פעילות רחב יותר מבטא בדרך כלל רמת סיכון נמוכה יותר, לאור הקטנת התלות בנכסים, שוכרים או אזורי פעילות מסוימים. גיוון פעילות המנפיק (סוגי נכסים או שוכרים) מהווה פרמטר בבחינת תלות המנפיק במספר מצומצם של גורמים.

בנוסף לאמור, ייתכן ונבחן את היסטוריית פעילות הנכסים בידי המנפיק, כך שהיסטוריית פעילות קצרה, עלולה להשפיע על תחזיתנו לשלילה לגבי יציבות הפעילות.

ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני איכות הנכסים ויציבות הפעילות של מנפיק מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר. לדוגמה, מנפיק אשר מאופיין בפיזור שוכרים נמוך אשר משפיע לשלילה על הפרמטר, אך מנגד מדובר בשוכרים איכותיים עם מח"מ חוזים ארוך. במקרה כזה ייתכן וינתן משקל גבוה לאיכות השוכרים ולמח"מ החוזים לשם קביעת הניקוד לפרמטר זה במטריצת הדירוג.

## פרופיל פיננסי

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים".<sup>1</sup>

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רמת מינוף (2) תזרים יחסי כיסוי (3) נזילות וגמישות פיננסית, כדלקמן:

### רמת מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעורי המינוף של המנפיק. שיעורי המינוף משפיעים, בין היתר, על יכולתו לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את פעילותה בעת שינויים כלכליים ועסקיים. בדרך כלל, רמת המינוף של מנפיק מושפעת בעיקרה ממדיניות פיננסית. בהתאם, בבחינת רמת המינוף של המנפיק לאורך זמן, נבחנת מדיניותו לגבי שיעורי המינוף שלו, וכן תיאבון הסיכון שלו. ככלל, ככל שרמת המינוף של מנפיק גבוהה יותר, כך גדל הסיכוי להתרוקנות מאגרי מקורות המזומנים שלו, ונפגעת יכולת ההתמודדות של המנפיק עם תנודות בסביבת הפעילות.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחס חוב פיננסי / CAP. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו החוב הפיננסי והמכנה הינו ה-CAP. במקרים בהם למנפיק מדיניות סדורה לשמירה על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, ייתכן ורכיביו של יחס זה יבחנו נטו מיתרות נזילות. CAP הינו סך ההון העצמי של המנפיק בתוספת החוב הפיננסי והתחייבויות מסים נדחים לז"א.

עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובוחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך חישובו של יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה

<sup>1</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

בהתאם לשווי ההוגן. כתוצאה מהתאמה זו, ולשם החישוב כאמור, יתכן ויהיה שינוי בהון העצמי או בהיקף המסים הנדחים, ובהתאם ב-CAP.

### תזרים יחסי כיסוי

פרמטר זה מעיד על יכולת המנפיק לייצר תזרים מזומנים מפעילותו לצורך שירות חובותיו השוטפים. ככל שהמנפיק מייצר תזרים גבוה ביחס לחוב, כך גם מתחזקת יכולתו להתמודד עם שינויים כלכליים ועסקיים בסביבת פעילותו, ועם חשיפתו למגמות שליליות המשפיעות על יכולת מימון מחדש של נכסים ומחזור חוב. פרמטר זה אף יכול להעיד על מבנה ההון והתחייבויות המנפיק, כאשר מנפיקים ממונפים או מנפיקים אשר מבנה החוב שלהם מורכב מהלוואות בריביות גבוהות יחסית, יושפעו לרעה ברמת התזרים המופק ביחס לחוב.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את תתי הפרמטרים הבאים:

- **היקף FFO (Funds from Operation) - תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בניטרול שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות**  
 לזמן קצר (שינויים בהון חוזר). FFO או מקורות מפעולות, אינו נתון בדוחות הכספיים והוא מחושב לצרכים אנליטיים. FFO נועד לאמוד את המקורות הנמשכים מהפעילות השוטפת בניטרול תזרימים חד-פעמיים ובנטרול תזרימים שמקורם בפערי עיתוי (כגון שינויים בנכסים ובהתחייבויות שוטפות או תשלומי מס בגין שנים קודמות). בשל כך, נתון המקורות מפעולות קרוב יותר לרווח והפסד מאשר לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, ועשוי להתקיים פער משמעותי ביניהם. יצוין, כי לצורך כך מידרוג עשויה לבצע התאמות מסוימות ביחס לדוחות הכספיים, וזאת, בין היתר, לאור שיטות סיווג שונות בדוחות הכספיים בין המנפיקים השונים. פרמטר זה מבטא את רמת החשיפה של המנפיק לשינוי בהיקף ה-FFO. ככל שהיקף ה-FFO הינו גבוה יותר, כך, להערכת מידרוג, הוא חשוף במידה פחותה יותר לתנודות העלולות להשפיע לרעה על היחסים הפיננסיים. יצוין כי, במקרים בהם מקורות ה-FFO אינם מפוזרים במידה מספקת, פרמטר זה עשוי לקבל ניקוד נמוך יותר במטריצת הדירוג ביחס לחברות השוואה אחרות.
- **חוב פיננסי / FFO - המונה הינו סך החוב הפיננסי והמכנה הינו היקף ה-FFO**. יחס זה מבטא את מספר שנות החזר החוב ממקורות המנפיק מפעילות, כאשר יחס נמוך יותר מבטא יכולת כיסוי מהירה יותר. במקרים בהם למנפיק מדיניות סדורה לשמירה על יתרות נזילות לאורך זמן, יתכן ויבחן החוב הפיננסי נטו מיתרות נזילות ל-FFO.

### נזילות וגמישות פיננסית

פרמטר זה הינו משמעותי, היות וענף הנדל"ן המניב דורש השקעות הון נרחבות תוך חשיפה לשינויים בזמינות שוקי ההון והחוב. נזילות המנפיק והגמישות הפיננסית שלו מהווים נדבך חשוב ביכולתו להתמודד עם שינויים בסביבה העסקית והפיננסית, לרבות מחזוריות כלכלית, תנודות בשווקים, זמינות מקורות המימון, תחרותיות בענף הפעילות ועוד.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחסים הבאים:

- **שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן** - המונה הינו שווי נכסי לא משועבד, אשר יימדד בהתאם לשווי נדל"ן להשקעה של נכסי המנפיק החופשיים מכל שעבוד, ובמקרים מסוימים גם נכסים נוספים של המנפיק, ביניהם קרקעות ועוד, והמכנה הינו סך המאזן של המנפיק. עבור מנפיקים המוודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובוחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגין, ואת סך המאזן בהתאם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

ככל שיחס זה גבוה יותר, כך הגמישות הפיננסית של המנפיק גבוהה יותר. בתקופות משבר, קיומו של תיק נכסים לא משועבדים ובדגש על תיק נכסים מגוון ואיכותי, יכול לסייע למנפיק בהשגת מימון באמצעות גיוס של חוב מובטח, בפרט כאשר תנאי השוק מקשים על גיוס חוב לא מובטח, או לחלופין באמצעות מימוש נכסים.

• **חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה** - המונה הינו החוב הפיננסי המובטח (שכנגדו נכסים משועבדים), והמכנה הינו שווי כלל הנכסים המניבים של המנפיק (משועבדים ושאינם משועבדים). במקרים מסוימים, ייכללו ביחס זה גם נכסים נוספים שאינם נדל"ן להשקעה, והניתנים לשעבוד כנגד חוב. עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינן. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

יחס זה מהווה אינדיקטור חשוב לגמישות הפיננסית של המנפיק, כאשר מנפיקים בעלי שיעור חוב מובטח נמוך יותר, יהיו לרוב בעלי גמישות פיננסית גבוהה יותר. מכירת נכס משועבד עשויה להיות כרוכה גם במגבלות ועלויות כתוצאה מהכרוך בהסרת השעבודים. בנוסף, קיומה של משכנתא על הנכס עשויה להגביל או לעכב את האפשרות לבצע בו שינויים. שינוי בהסכם ההלוואה לצורך הגדלת שיעור המינוף על הנכס (LTV) עלול להיות מורכב ולעתים אף בלתי אפשרי. כתוצאה מכך, ייתכן כי חלק משמעותי מהשווי הגלום בנכסים משועבדים אינו יכול לשמש כמקור נוסף לנזילות. גמישות פיננסית מוגבלת זו משפיעה לשלילה על היקף הנזילות הפוטנציאלית של המנפיק.

• **יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות** - המונה הינו יתרות הנזילות אשר כוללות את יתרות המזומנים ושווי מזומנים, אשר להערכת מידרוג הינן היתרות המייצגות של המנפיק, ובמקרים מסוימים גם נ"ע סחירים אשר המנפיק מחזיק (נציין כי ייתכן ויבוצע תרחיש רגישות להיקף נ"ע סחירים, בהתאם לרמת הסיכון הגלומה בהן). מסגרות אשראי כוללות מסגרות אשראי תומכות ובלתי מנוצלות תוך התחשבות במועד תום תוקפן. המכנה הינו שירות קרן (ללא ריבית) של החוב הלא מובטח לשנתיים מייצגות. יתכנו מקרים בהם מידרוג תחליט, כי אין לכלול במכנה חוב לא מובטח מסוים, לרוב, במקרים בהם קיים מקור נזיל, זמין וייעודי כנגד החוב הלא מובטח, או במקרה בו מדובר בחוב מתחדש על פי הנחות מידרוג. בנוסף, יתכן ובמקרים מסוימים ייכלל גם חוב מובטח, למשל כאשר להערכת מידרוג יתכן והמנפיק ישרת את החוב באמצעות מקורות נוספים מעבר לבטוחה. יצוין כי, במקרים בהם לוח הסילוקין אינו פרוס בצורה שווה (לדוגמה, "גרייס" בשנים הראשונות או תשלומים חריגים לאורך השנים), ייתכן ומידרוג תבצע התאמות לצורך קביעת סכום לשנתיים המייצגות לצורך התחשיב.

## 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 מבדל משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. שיקולים אלו כוללים את איכות ההנהלה והניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי רק בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג של חברות בענף הנדל"ן המניב ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **ייזום** - יתכן ואסטרטגיית צמיחה של המנפיק תשפיע על היקף התזרים שלה וכך גם על רמת סיכון האשראי. לאור זאת, במסגרת הדירוג תיבחן מידת הסיכון הנובעת מאסטרטגיית הצמיחה של המנפיק. ייתכן ויבחן היקף הייזום מסך המאזן, וניסיון המנפיק בייזום ופיתוח פרויקטי נדל"ן, מסגרת הזמן והתקציב ודרכי המימון. לרוב אנו בוחנים את ניסיון ההנהלה בייזום ופיתוח ואת תאבון הסיכון של המנפיק לאורך זמן. ייתכן ונבחן את ניסיון ההנהלה בייזום ופיתוח בפרויקטים על פני מספר מחזורי פעילות, ניסיונה והבנתה את תחום הפעילות, וניסיונה בסוג הנכסים הספציפי אותו היא מפתחת. ככל שפעילות הייזום והפיתוח תעשה בצורה שמרנית ומתונה, יתמתן סיכון זה. נציין כי, לא כל סוגי הייזום בעלי סיכון זהה. כך, ייזום המותאם לשוכר ספציפי מראש, ממתן בדרך כלל את סיכון הייזום כיוון שהנכס מושכר מראש, לעומת נכס בייזום שאינו מושכר מראש, אשר חשוף בנוסף לסיכון ההקמה, גם לסיכון ביקוש. בנוסף, לחברות הפועלות בענף הייזום בהיקף מהותי, ייתכן ונדרוש פרמטרים פיננסיים שמרניים יותר עבור אותן רמות דירוג, וזאת מכיוון שהתזרים מפעילות זו הינו תנודתי ביחס לענף הנדל"ן המניב.
- **מודל הכנסות המנפיק** - במקרים מסוימים, יתכן ותמהיל הכנסות המנפיק המדורג יכול לכולל הכנסות אשר מתאפיינות בתנודתיות גבוהה יותר מאשר הכנסות מדמי שכירות. למשל, יתכן והמנפיק זכאי לדמי הצלחה (Promotes) בעת מימוש נכסים, או לדמי ניהול בגין רכישות נכסים או בעת מימון מחדש, או שמודל פעילותו כולל רווחים מייזום מגורים למכירה ו/או פעילות אחרת. להערכת מידרוג, ככל שהכנסות המנפיק מבוססות על הכנסות בעלות אופי תנודתי יותר מאשר הכנסות מדמי שכירות, יש בכך כדי לפגוע ביציבות התזרמית של המנפיק, ובהתאם באיכות האשראי שלו. כך, גם במקרים בהם מודל הכנסות המנפיק שאינו נובע מפעילות הליבה של נדל"ן מניב משפיע על היחסים הפיננסיים של המנפיק, ייתכן ונדרוש פרמטרים פיננסיים שונים עבור אותן רמות דירוג.
- **שיעורי החזקה ושליטה בנכסים** - מידרוג בוחנת את אופן החזקה ושיעורי החזקה בנכסים המניבים, ובפרט את רמת השפעה של המנפיק על קבלת החלטות המהותיות בנוגע לנכסים. להערכת מידרוג, חוסר יכולת קבלת החלטות מהותיות בנוגע לנכסים, לרבות רכישות, מימושים ומימון, מעיד על גמישות עסקית ופיננסית מוגבלת, ופוגעת בכושר החזר האשראי של המנפיק.
- **רווחיות** - שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לחברות אחרות בענף הפעילות, כגון שיעור ROA או שיעור EBITDA, לאורך זמן, עשויים להעיד על יכולות המנפיק ואיכות הניהול. כמו כן, עליית NOI מנכסים דומים לאורך שנים עשויה להעיד על יכולות המנפיק להשביח נכסים קיימים ולמצוא פוטנציאל רווח מהם. להערכת מידרוג, רווחיות גבוהה במיוחד מביאה להגברת כושר החזר האשראי של מנפיק. מנגד, רווחיות נמוכה, לעתים עד כדי הפסד, או חוסר יכולת להגדיל NOI מנכסים דומים, ואף קיטון בו, עשויים להעיד על כושר החזר אשראי ירוד יותר של מנפיק.
- **אמות מידה פיננסיות ועמידה בהן** - מידרוג לרוב תבחן עמידת המנפיק באמות המידה הפיננסיות השונות. לדוגמה, קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, בין אם תהווה עילה לפירעון מיידי ובין אם תביא לסנקציה אחרת, עלולה להשפיע לשלילה על דירוג המנפיק.



- **תזרים שירי** - היקף התזרים המייצג מפעילות המנפיק, בהתאם לחלקו היחסי בנכסיה בניכוי השקעות הוניות (CAPEX) ואמורטיזציה שוטפת של חובות בכירים, ככל שישנם, ביחס להיקף החוב הנחות ביחס אליהם. בבחינת תזרים המנפיק יתכן ויילקח בחשבון גם מדיניות חלוקת הדיבידנדים של המנפיק, או מחויבות לחלוקת דיבידנד (למשל, בחברות REIT).
- **סיכון מימון מחדש** - מידרוג בוחנת את לוחות הסילוקין של אגרות החוב וחובות אחרים של המנפיק. קיום תשלום קרן משמעותי אשר עלול להביא לתלות במימון מחדש, עשוי להשפיע לשלילה על הדירוג.
- **מאפייני חוב** - כחלק מבחינת הגמישות הכוללת של המנפיק, לעיתים אף נבחנים המאפיינים הספציפיים של ההלוואות, לרבות: סוג ההלוואות ו"מפל התשלומים", ביטחונות שונים (ערבויות, שעבודים וכדומה), הלוואות Recourse לעומת Non-recourse, זהות הגופים המממנים, שיעור הריבית על ההלוואות והחשיפה להצמדות שונות (פריים, מדד, מטבע וכדומה), מועדי פירעון הלוואות ואמורטיזציה, תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה, אמות המידה הפיננסיות והמרחק של ביצועי הנכס מאמות מידה אלו, שיעורי LTV (Loan To Value) ו-LTC (Loan To Cost) - בחינת שיעורי מינוף פרטניים בנוגע לנכסים מניבים ונכסים מניבים בהקמה, ערבויות של המנפיק - ערבויות שהמנפיק הינו צד להן, בין אם כנותן הערבות, החושפת את המנפיק לתזרימים שליליים בעתיד ובין אם כמקבל הערבות, המחזקת את גמישותו הפיננסית.
- **נגישות למקורות מימון** - לעיתים ייתכנו מקרים בהם למנפיק קיימת נגישות למקורות מימון בולטת לטובה ביחס למנפיקים אחרים, המתבטאת בריבוי מממנים הנחשבים למממנים מרכזיים בשוק פעילותם (למשל, בנקים מרכזיים, גופים מוסדיים וכדומה) ומקורות מימון נוספים אם דרך הנפקת מניות סחירות בשוק, אג"ח ועוד, עשויים לתרום לחיוב לפרופיל הסיכון של המנפיק. מנגד, קיימים מקרים בהם מקורו של מלוא החוב הפיננסי של מנפיק הינו מגוף מממן יחיד, דבר העשוי להעלות את רמת הסיכון של המנפיק, במקרים של הפסקת המימון מאותו גוף והצורך בהשגת מימון אלטרנטיבי.
- **איכות נכסים לא משועבדים** - בנוסף להיקף הנכסים הלא משועבדים, מידרוג עשויה לבחון גם את איכותם, ביחס לאיכות מצבת הנכסים המשועבדים. מקרים בהם הנכסים האיכותיים יותר הם אלה המשועבדים, והפנויים משעבוד הם בעלי איכות ירודה, עשויים להשפיע לשלילה על הדירוג.
- **איכות ההנהלה והניהול** - לרוב מידרוג תבחן את הניסיון, הכישורים והתיאבון לסיכון של ההנהלה אשר הינם שיקולים בדירוג האשראי של המנפיק. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחרה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והמנפיק נבחנים גם בהיבטים של שקיפות, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתו להוציא לפועל את תכניתו העסקית המשפיע על מידת סיכון הביצוע (Execution Risk). במקביל לאמור, מידרוג עשויה לבחון האם קיימת תלות באנשי המפתח או בבעלי השליטה במנפיק. תלות כאמור עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג וזאת במקרים שבהם להערכת מידרוג תלות זו הינה חריגה לעומת מנפיקים דומים.
- **אסטרטגיה עסקית** - מידרוג בוחנת את אסטרטגיית המנפיק בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיה העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות המנפיק ותכניתו לעתיד (ככל שרלוונטי).
- **מדיניות ניהול סיכונים** - מידרוג בוחנת את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכלל זאת, בדרך כלל תיבחן, מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכוני שוק, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
- **מדיניות פיננסית** - עפ"י גישתה של מידרוג, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי הנהלת המנפיק והדירקטוריון ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותה העסקית והפיננסית של המנפיק. בבואה להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית, מידרוג לוקחת בחשבון את הצהרות המדיניות של המנפיק בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. כמו כן, מידרוג בוחנת את עמידתו של המנפיק במדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאי הסביבה העסקית. בהקשר זה, ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. לרוב, חוסר שקיפות של המנפיק לגבי המדיניות הפיננסית שלו מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר עשויים להביא לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:

- **חלוקת דיבידנד** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין על ידי דיבידנדים ובין על ידי רכישה עצמית של מניות. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסיים בחברה קשורה.
- **השקעות והתרחבות** - הרחבה משמעותית של פעילות המנפיק באמצעות השקעות הוניות עלולה להגדיל את רמת הסיכון בפעילות המנפיק, בעיקר כשההשקעות מלוות בגידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי. לעיתים, פער הזמן שחולף בין מועד קבלת החלטת ההשקעה לבין מועד השלמתה עלול ליצור חשיפה לשינויים בתנאי השוק, במחירים, בביקושים ועוד.
- **מיזוגים ורכישות** - רכישת חברות או פעילות הינה צעד בעל סיכון מסוים בשל האתגרים בהטמעת פעילות חדשה, ביצירת סינרגיה ובכניסה לשווקים חדשים. רכישות המבוססות על מינוף גבוה מעצימות אתגרים אלו ועשויות להוביל לאימוץ מדיניות אגרסיבית.
- **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג המנפיק - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל - מידרוג עשויה לבחון מאפיינים כגון מבנה השליטה במנפיק ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, לעיתים נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והמשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו.
- **אירוע סיכון (Event Risk)** - מידרוג לוקחת בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.
- **תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - במקרים מסוימים מידרוג בוחנת את סבירות התמיכה במנפיק 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. מידרוג תבחן את היסטוריית התמיכה במנפיק, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של המנפיק, הקשר העסקי והפיננסי בין המנפיק לחברת האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, יתכן ומידרוג תבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת מידרוג תעריך את המגבלות לתמיכה של חברת האם (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של חברת האם.
- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הערכת האשראי הבסיסית של המנפיק.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי".
- **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.
- **אחר** - מידרוג עשויה לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול דעתה. במסגרת השיקולים האחרים מידרוג עשויה לבחון גם שיקולים חברתיים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת טנדרטיים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק 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 להערכתנו ביחס לשונות בשיעורי ההפסד הצפוי היחסי כפי שבאים לידי ביטוי בבכירות המכשיר וקיומן של בטוחות. דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא-מובטחות כהגדרתו במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג<sup>2</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 במתודולוגית הדירוג

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

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

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים 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 וועדת 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.

<sup>2</sup> הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

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 בטווח 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: 24.05.2020**

## 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 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, שחיקות בשווי נכסים, 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.

השקעות המטופלות בשיטת השווי המאזני וזכויות מיעוט מהותיות - ככלל, מידרוג בוחנת את הפרופיל הפיננסי לפי הדוחות הכספיים המאוחדים. כאשר קיימות השקעות מהותיות (מבחינה כמותית או איכותית) המטופלות בהתאם לשיטת השווי המאזני (אקוויטי), מידרוג תיקח בחשבון גם את חלקו היחסי של המנפיק בחוב הפיננסי מאותן השקעות, כנגד גידול מקביל בנכסים. בהתאם, יתכן ויבוצעו גם התאמות להיקף ה-FFO.

כך גם יתכנו מקרים בהם מידרוג תבצע התאמות כאשר למנפיקים קיימות זכויות הוניות עודפות, כגון Promote אשר טרם התקיימו הטריגרים להתקיימותם. התאמות אלו יכול שיתבטאו בפרמטרים של סך מאזן, שווי נכסים וכדומה.

במדידת פרמטרים איכותיים כגון מיצוב נכסים ואיכות שוכרים אין בהכרח שמידרוג תבצע בחינה פרטנית של כלל הנכסים ו/או כלל השוכרים, אלא במידה והדבר להערכתה עשוי להשפיע על פרופיל הסיכון של המנפיק.

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי"<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

נספח 1.2 - מטריצת הדירוג לענף נדל"ן מניב

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
<b>סביבת הפעילות</b>	<b>תחום פעילות וסביבה כלכלית</b>		20%	סביבת פעילות כלכלית יוצאת דופן בחזקתה, עם תחזית והיסטוריית צמיחה חזקה ויציבה במיוחד, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה ביותר לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה ביותר לאורך זמן וללא השפעה מהותית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות ביותר לאורך זמן (קרוב לתפוסה מלאה) ומגמת עליה עקבית ורצופה בשכ"ד; ונדיל במידה יוצאת דופן; חסמי כניסה מהותיים ביותר המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקעות מועט ביותר ועלויות קרקעות ונכסים גבוהות מאוד, המקשים בצורה משמעותית על תוספת היצע לנדל"ן מתחרה; רגולציה יציבה ושקופה מאוד לאורך השנים, התומכת בחברות הפועלות בסביבת רגולטורי היכול להשפיע על הנכסים ושויים.	סביבת פעילות כלכלית חזקה בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה ביותר לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה לאורך זמן והתאוששות מהירה לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות לאורך זמן ומגמת עליה בשכ"ד; שוק נזיל ושקוף במידה טובה; חסמי כניסה המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקעות ונכסים גבוהות, המקשים על תוספת היצע משמעותי של נדל"ן מתחרה; רגולציה יציבה ושקופה לאורך השנים, התומכת בחברות הפועלות בסביבת רגולטורי היכול להשפיע על הנכסים ושויים.	סביבת פעילות כלכלית בינונית-חלשה, בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה-מתונה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית בינונית-גבוהה לאורך זמן; מגמת ביקוש בינונית לאורך זמן והתאוששות איטית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות בינוניות לאורך זמן ומגמת שכ"ד תגודתית; שוק נזיל ושקוף במידה בינונית; חסמי כניסה מועטים המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקעות גבוה ועלויות קרקעות ונכסים סבירות, המאפשרים תוספת היצע משמעותי של נדל"ן מתחרה; רגולציה תגודתית ובעלת שקיפות מוגבלת לאורך השנים, העשויה להשפיע לרעה על הפעילות העסקית, סיכון רגולטורי בינוני-גבוה היכול להשפיע על הנכסים ושויים.	סביבת פעילות כלכלית חלשה מאוד, המאופיינת בחוסר יציבות לאורך זמן, היסטוריה של תגודתיות כלכלית גבוהה ביותר; מגמת ביקוש תגודתית או נמוכה לאורך זמן והתאוששות איטית ביותר לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות תגודתיות או נמוכות לאורך זמן ומגמת שכ"ד תגודתית; שוק בעל נזילות ושקיפות מוגבלת; חסמי כניסה מועטים ביותר המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקעות גבוה ביותר ועלויות קרקעות ונכסים גבוהות, אשר אין בהם כדי להגביל כניסת מתחרים; רגולציה תגודתית ולא שקופה לאורך השנים, אשר תומכת בתוספת היצע נכסים והגברת התחרות ומקשה על יציבות הענף, סיכון רגולטורי גבוה היכול להשפיע על פעילות הנכסים ושויים; שוק המאופיין בחזקתה של שוכרי הנכסים אל מול הבעלים.	

פרופיל עסקי

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
	היקף הפעילות	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	5%	≥15	4-15	1.3-4	0.4-1.3	≤ 0.4
	איכות הנכסים ויציבות הפעילות	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	15%	נכסים ייחודים ברמת גימור גבוהה מאוד ("trophy assets"); מיקומים מרכזיים ביותר בערים מרכזיות, בעלי מיקום גאוגרפי אידיאלי; תפוסות גבוהות ביותר לאורך זמן רב (קרוב לתפוסה מלאה); טרק רקורד משמעותי ביותר של הנכסים ועמידות מוכחת במשברים; איכות שוכרים גבוהה ביותר; חוזי שכירות ארוכים ביותר; פיזור פעילות מצוין (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), ללא חשיפה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור גבוהה; מיקומים מרכזיים בערים מרכזיות; תפוסות גבוהות לאורך זמן; טרק רקורד משמעותי של הנכסים; איכות שוכרים גבוהה; חוזי שכירות ארוכים; פיזור פעילות טוב (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה מועטה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור בינונית; מיקומים בערים מרכזיות; תפוסות גבוהות לאורך זמן; טרק רקורד מספק של הנכסים; איכות שוכרים גבוהה; חוזי שכירות ארוכים; פיזור פעילות טוב (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור נמוכה; מיקומים בשולי ערים מרכזיות; תפוסות בינוניות-נמוכות או תנודתיות לאורך זמן; העדר טרק רקורד מספק של הנכסים; איכות שוכרים בינונית; חוזי שכירות קצרים; פיזור פעילות חלש (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה לענף מסוים, עשויה להיות תלות מסוימים.	נכסים ברמת גימור נמוכה; מיקומים פריפריאליים; תפוסות נמוכות מאוד ותנודתיות לאורך זמן; העדר טרק רקורד של הנכסים; איכות שוכרים נמוכה; חוזי שכירות קצרים ביותר; קיימת תלות מסוימת בשוכרים עיקריים; פיזור פעילות חלש מאוד (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה רבה לענף מסוים, עשויה להיות תלות בנכס או שוכר בודד.

\* 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.

\*\* הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים, וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים. ככלל, הניקוד בפרמטרים הכמותיים מתפלג באופן ליניארי עבור כל קבוצת דירוג המוצגת בטבלה.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
רמת מינוף	פרמטר	חוב / CAP	20%	≤ 26%	56%-26%	69%-56%	85%-69%	≥ 85%
	תזרים ויחסי כסוי	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	6%	≥ 1,200	200-1,200	60-200	10-60	≤ 10
פרופיל פיננסי	תזרים ויחסי כסוי	חוב פיננסי / FFO	14%	≤ 3	16-3	29-16	46-29	≥ 46
	נזילות וגמישות פיננסית	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	6%	≥ 85%	50%-85%	10%-50%	≤ 10%	למנפיק אין נכסים שאינם משועבדים
נזילות וגמישות פיננסית	נזילות וגמישות פיננסית	חוב מובטח / נדל"ן להשקעה	6%	≤ 15%	40%-15%	60%-40%	80%-60%	≥ 80%
	נזילות וגמישות פיננסית	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	8%	≥ 200%	130%-200%	50%-130%	20%-50%	≤ 20%

\* 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, וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים. ככלל, הניקוד בפרמטרים הכמותיים מתפלג באופן לינארי עבור כל קבוצת דירוג המוצגת בטבלה.



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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>