

דירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית

דוח מתודולוגי | יולי 2020

אנשי קשר:

תומר דר

אנליסטית

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי

ראש צוות

elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל

ראש תחום מימון מובנה פרייקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף התחבורה הציבורית. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות אלו. 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 רחביות 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.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה; (3) פירוט הפרמטרים העיקריים; (4) שיקולים נוספים; (5) דוחות קשורים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות אשר עיקר פעילותן הינה הפעלת מערכי שירות היסעים ציבוריים. המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות בענף התחבורה הציבורית החל מיום 16.07.2020, דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם במאי 2015. מידרוג תבחן את ההשלכות על הדירוגים הרלוונטיים בחודשים הקרובים. מטרת הפרסום הינה הפניה למתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי". כמו כן, בוצעו שינויי עריכה. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור למתודולוגית "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.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

במסגרת המתודולוגיה, נלקחים בחשבון שלושה פרמטרים עיקריים, המורכבים ממספר תתי-פרמטרים כמפורט להלן: (1) ניתוח ענפי: וודאות תזרים המזומנים, מסגרת רגולטורית, יכולת לקבוע מחיר, חסמי כניסה ותחזית הענף; (2) מיצוב ויציבות החברה: נתח שוק, סוג ומגוון הלקוחות, גיוון מוצרים, יישום המסגרת הרגולטורית, מוניטין ומותג; (3) ניתוח פיננסי: רמת רווחיות, נזילות וגמישות פיננסית, יחסי כיסוי ואיתנות פיננסית.

פירוט הפרמטרים העיקריים

(1) ניתוח ענפי

ענף התחבורה הציבורית נחלק לארבעה סוגי שירותים: (1) קווי אוטובוס ציבוריים; (2) רכבת ישראל; (3) רכבת קלה; (4) מוניות שירות. מבנה הענף כולל ארבעה גופים: (1) משרד התחבורה, התשתיות הלאומיות והבטיחות בדרכים (להלן: "משרד התחבורה") אשר אמון על ניהול ענף התחבורה הציבורית, לרבות תכנון והקמת תשתיות, הקמת מערכות הסעת המונים והקמת תשתיות מסילה. בנוסף לכך, אחראי משרד התחבורה לכל היבטי הרגולציה בענף, החל מתכנון מערך התחבורה הציבורית, דרך קביעת והסדרת תעריפי הנסיעה, הגדרת רמות שירות, מתן רישיונות להפעלת קווי התחבורה הציבורית, ניהול ופיקוח אודות תשלומי סובסידיות, וכלה בהוצאת מכרזים לאשכולות קווי התחבורה הציבורית; (2) משרד האוצר אמון על תקציב משרד התחבורה ותקצוב פרויקטים שונים לרבות תקציב הסובסידיות, תעריפי הנסיעה, צי הרכבים, אוטובוסים והרכבות; (3) הרשויות המקומיות אמונות על עבודות התשתית לתחבורה הציבורית הנמצאות בשטחן; (4) מפעילי התחבורה הציבורית פועלים בהתאם לרישיונות אשר קיבלו ממשרד התחבורה.

החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית זכות להסכמים עם המדינה בעלי מנגנונים שונים, בדמות הסכמי סובסידיה. במסגרת הסכמים אלו, מגדירה המדינה, בין היתר, את איכות השירות, אזורי השירות, תנאי השירות והיקף התפעול (ק"מ נסועה, מספר נוסעים בישיבה ובעמידה, מערכות טכנולוגיות ותדירות הנסיעה). להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת הניתוח הענפי:

א. **וודאות תזרים המזומנים** - פרמטר זה בוחן ומכמת את רמת הוודאות, איכות ופיזור תזרימי המזומנים של החברה. למעשה,

תזרים המזומנים של החברה הפועלת בענף נשען ברובו על שלושה גורמים: (1) **מחזוריות / עונתיות**: ענף התחבורה הציבורית, להבדיל מענפים רבים אחרים, מתאפיין בהעדר עונתיות וכנגזרת מכך לחברות הפועלת בו ישנה הכנסה פרמננטית יחסית. למעשה, לחברות בענף כמעט ולא קיימת רגישות לעונתיות אשר עלולה להשפיע על יכולתן לשרת את חובותיהן הן בטווח הקצר, והן בטווח הארוך; (2) **תחרות**: בענף התחבורה הציבורית בכלל ובשירותי התחבורה באמצעות אוטובוסים ורכבות בפרט, כמעט ולא קיימת תחרות ברמה העירונית. כאמור, הענף פועל בחלקו כמונופול - אשכולות האוטובוסים מתאפיינים כמונופול אזורי כמעט מלא, אשר התחרות באמצעי תחבורה אחרים אינה מהותית כלל. תחום הרכבות הקלות פועל כמונופול מלא. על אף האמור לעיל, ברמה הבין עירונית קיימת תחרות בין אמצעי התחבורה השונים. (3) **יציבות ביקושים**: היציבות בביקושים בענף הינה גבוהה ביחס לענפים אחרים, ובנוסף לכך הם מגודרים באופן חלקי באמצעות הסכמי ההפעלה/סובסידיה של החברות אל מול המדינה. הסכמים אלו יוצרים חשיפה נמוכה, לעיתים אף ללא חשיפה כלל, המאפשרת הכנסה קבועה וידועה יחסית לחברות. מאפיין זה מאפשר לחברות ליצור תכניות עבודה שוטפות ותכניות השקעות מותאמות על בסיס תזרימים בעלי רמת וודאות גבוהה יחסית.

ב. **מסגרת רגולטורית** - פרמטר זה בוחן את מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית, שקיפותה ועקביות בהחלטות עבר של הרגולטור. כידוע, ענף התחבורה הציבורית פועל תחת רגולציה מלאה ועל כן, כל שינוי שהוא עשוי/עלול להשפיע ישירות על פעילותן של החברות בענף. ליציבות רגולטורית בענף ישנה משמעות רבה בדירוג והיא באה לידי ביטוי הן באופן ישיר (סובסידיה) והן באופן עקיף (תחרות, מדדי שירות, חסמי כניסה ועוד).

ג. **יכולת לקבוע מחיר** - תעריפי הנסיעה בתחבורה הציבורית נקבעים ומפוקחים ע"י הרגולטור בענף, ומגובים באמצעות הסכמי הסובסידיה. על כן, לחברות הפועלות בענף אין יכולת להשפיע או לקבוע את המחיר.

ד. **חסמי כניסה** - במסגרת דירוג הפרמטר נבחנים, בין היתר, החסמים הבאים: חסם רישיון, חסם רגולטורי, חסם ביורוקרטי, חסם השקעות, חסם תחרות, חסם ידע וחסם גבולות. בענף התחבורה הציבורית קיימים כל החסמים שפורטו לעיל. כלומר, על מנת להיכנס לענף, על החברה לעמוד בתנאים נוקשים המוגדרים ע"י הרגולטורים הן בקשר עם רישיונות ואישורים שונים והן בקשר עם פיקוח ותנאי שירות מוגדרים. זאת ועוד, כניסה לענף דורשת השקעות רבות אשר חושפות את החברות החדשות לסיכונים אשראי מהותיים, במידה והם לא מגודרים בהסכמים אל מול המדינה.

ה. **תחזיות הענף** - לאורך השנים פעל ענף התחבורה הציבורית כמונופול ע"י שלוש חברות: (1) אגד; (2) דן תחבורה; (3) רכבת ישראל. בשנים האחרונות ניכר כי הענף החל בתהליך שינוי המתבטא ברפורמות ורגולציה, המאפשר, במידת מה, תחרות (בדמות מרכזי אשכולות) וכניסת שחקנים חדשים. יש לציין, כי ענף התחבורה נהנה מסובסידיה המממנת שיעור ניכר מפעילות החברות. במסגרת דירוג פרמטר זה, נבחנים כיוון ומאפייני הענף לשנים הקרובות, וזאת בהתאם לאסטרטגיה ולרגולציה המושתתת ע"י משרד התחבורה.

(2) מיצוב ויציבות החברה

להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת ניתוח מיצוב ויציבות החברה:

א. **נתח שוק** - בענף התחבורה הציבורית העירונית נתח השוק של החברה נקבע כמעט במלואו ע"י הרגולטור, והחברה אינה יכולה להגדילו ללא אישורו. לעומת זאת, בתחבורה הציבורית הבין עירונית קיימת תחרות רבה יותר, בה ארבעת אמצעי התחבורה (אוטובוסים, מוניות, רכבות קלות ו-BRT¹) מהווים תחליפים אחד לשני. ככול שנתח השוק של החברה הינו גדול

¹ Bus Rapid Transit

יותר כך היא יכולה ליהנות מהיתרון לגודל וליצור מנגנון יעיל ומשוכלל יותר בכל הקשור לתפעול השוטף שלה, כגון: עלויות מוסכים, לוגיסטיקה ועוד.

ב. **סוג ומגוון הלקוחות** - פרמטר זה בוחן את מידת התלות בלקוח ספציפי ובמצבו הסוציו-אקונומי, וכנגזרת מכך את השפעתו על הפעילות החברה. באופן כללי, ככל שלחברה תלות גבוהה יותר בלקוח מרכזי, כך פיזור הסיכונים יהיה נמוך יותר ודירוגה בפרמטר זה יהיה נמוך יותר. בהקשר זה, יש לציין כי ענף התחבורה הציבורית מתאפיין בפיזור לקוחות רחב, ובאי תלות בלקוחות ספציפיים. זאת ועוד, הפעילות בענף מושגת על סובסידיות ממשלתיות והסכמי הפעלה, ועל כן חשיפת החברות ללקוחות ו/או וביקושים הינה נמוכה, ולעיתים אף אינה קיימת.

ג. **גיוון מוצרים** - גיוון מוצרים מאפשר מחד צמצום סיכונים ביקושים לתלות במוצר ספציפי, ומאידך ממתן את השפעתן של עונתיות ומחזוריות בקשר עם ביקושים למוצרים מסוימים. בענף התחבורה הציבורית הגיוון במוצרים הינו מוגבל יחסית לעומת ענפים אחרים. למעשה, החברות יכולות לגוון במוצריהן במידה מועטה בלבד, כך שלמשל בתחבורה באמצעות אוטובוסים יכולות החברות לגוון במספר מוצרים מוגבל הכוללים, בין היתר, הפעלת אשכולות, הפעלת מערך היסעים לתיירות, הפעלת קווי BRT והפעלת מערך היסעים לחברות פרטיות. עם זאת, יכולות החברות לגוון במוצריהן בעזרת פעילויות נוספות למעט פעילות הליבה שלהן אולם יש לזכור כי פעילויות נוספות אלו עלולות להוביל לחשיפה גבוהה לסיכונים ענפיים אחרים וכן לסיכונים אשראי נוספים.

ד. **יישום המסגרת הרגולטורית** - יכולת החברה להטמיע ולהכיל החלטות ושינויים רגולטורים, לרבות בקשות בנוגע לאיכות התפעול, כגון: עמידה ביעדים ומדדי שירות, הטמעת מערכות טכנולוגיות מתקדמות וחדישות בענף, ככול שרלוונטי. וכן, יכולת החברה לעמוד בתקציבים שנקבעו במסגרת הרגולטורית אם וככול שישנם.

ה. **מוניטין ומותג** - החברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית בענף מחויבות לעמוד במדדי שירות ותפעול המוגדרים ע"י משרד התחבורה. בענף התחבורה הציבורית, נגזרים המוניטין והמיתוג, בין היתר, מהפרמטרים הבאים: עמידה בלוחות זמנים, אמינות, נוחות נסיעה, משך זמן נסיעה, ניקיון ונגישות.

(3) ניתוח 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 מסיימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים".²

במסגרת דירוג חברות הפועלת בענף התחבורה הציבורית נערך ניתוח פיננסי אשר מהווה מדד מהותי בהערכת סיכונים האשראי של החברה. בניתוח הפיננסי נעשית הבדלה בין חברות תפעול בלבד, לבין חברות תפעול והקמת תשתית בהן קיימות השקעות מסיביות, וכנגזרת מכך מאפיינים פיננסיים שונים. יש לציין כי הניתוח הפיננסי מודד את תוצאות העבר של החברה, אולם ניתן משקל מסוים ליחסים הפיננסיים העתידיים המתבססים על תחזיות החברה. ככול שתחזית החברה נשענת על פרמטרים בעלי וודאות גבוהה יותר, כך יינתן משקל משמעותי יותר ליחסים הפיננסיים העתידיים.

להלן הפרמטרים הנבחנים בדירוג חברות העוסקות בתפעול בלבד:

א. **רמת רווחיות** - רמת הרווחיות הינה נגזרת ישירה לרמת יעילות החברה, וזאת מכיוון שהכנסותיהן של החברות הפועלות בענף הינן קבועות יחסית ומפוקחות³. מדדי הרווחיות אומדים את ביצועי החברה בפועל ונגזרים מיכולתה להפיק ולהשיג רווחים בהווה ובעתיד. בפרמטר זה, מושם דגש לרווח התפעולי של החברה המהווה כלי הערכה כמותי ובר השוואה לחברות

² באתר מידרוג www.midroog.co.il
³ המחיר מופקח ע"י הרגולטור, ואינו נקבע ע"י השוק.

אחרות בענף. ענף התחבורה מתאפיין בהעדר עונתיות בקשר עם הכנסותיהן של החברות, וזאת לאור המנגנון הקיים בענף אשר חושף במידה מועטה, אם בכלל, את החברה לביקושים⁴.

ב. **ניזלות וגמישות פיננסית** - פרמטר זה בוחן, מצד אחד, את יכולת החברה להניב מזומנים ממקורותיה השוטפים - יכולת נמוכה משקפת תלות גוברת במקורות מימון חיצוניים ו/או מימוש נכסים, ומצד שני, את מידת נגישות החברה לגיוסים בשוק ההון. מקורותיה הכספיים של החברה נאמדים בהשוואה לצרכיה והתחייבויותיה בטווח הקצר. חברות בעלות תזרים מזומנים המשקף בכל תרחיש או כמעט בכל תרחיש צורך מינימאלי, אם בכלל, בגיוסי הון חיצוניים, וכאשר הנגישות לשוק ההון אינה מוטלת בספק, ידורגו בפרמטר זה בטווח העליון של הסקאלה. ככול שנזילות החברה נמוכה יותר, והיא נשענת באופן מהותי על גיוס חובות לצורך פעילותיה והשקעותיה, היא תדורגנה החלק התחתון של הסקאלה בפרמטר זה.

ג. **יחסי כיסוי -**

- **רווח תפעולי להוצאות מימון:** יחס זה מודד את יכולת החברה לתמוך במימון השוטף באמצעות הרווח התפעולי. יחס גבוה מעיד על גמישות לספוג קיטון ברווחיות מבלי לפגור בתשלומי הריבית של החוב.
- **חוב פיננסי ל- EBITDA:** היחס מודד את יכולת החברה לכסות את התחייבויותיה בתנאים משתנים על פני זמן ואת שירות החוב ע"י הרווח השוטף. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים פוטנציאליים ועל כן מעיד על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.
- **FFO לחוב פיננסי:** היחס נועד לבטא את היקף תזרים המזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים.

ד. **איתנות פיננסית -**

- **הון עצמי למאזן:** יחס זה חושף את מבנה ההון של החברה ובוחן את רמת המינוף שלה. ככל שרמת המינוף של החברה הינה גבוהה יותר, כך היא חשופה לסיכונים אשראי גבוהים יותר. למעשה, ההון העצמי של החברה מהווה מעין "כרית מזומנים" נוספת, לאחר כריות הרווחיות של החברה, לספיגת אירועי קיצון בלתי צפויים. ההון העצמי נועד להגן על בעלי החוב בעתות משבר, ומהווה אינדיקטור נוסף ליציבות החברה.
- **חוב פיננסי למאזן:** ככל שיש יחס זה גבוה יותר, כך הסיכוי לרווח ורמת הסיכון גבוהים יותר. ריבוי הלוואות ושימוש במקורות אקסוגניים לפעילות החברה, עלולים להוביל לקשיים פיננסיים ואף לאי יכולת עמידה בהתחייבויות החברה. מינוף אשר לא הולם את פעילות הענף מעיד על קשיים הקשורים למימון פעילות החברה.
- **חוב פיננסי ל-CAP:** יחס המשמש לבחינת מינוף החברה, וכפועל יוצא, מהווה אינדיקציה לגמישותה ואיתנותה הפיננסית של החברה. לצד יחס גבוה, יחולו עלויות מימון גבוהות, אשר עלולות להגביל גיוס חוב נוסף הן בהיבט התזרימי (הגדלת הוצאות המימון), והן בהיבט עמידה בקובננטים בנקאיים ואחרים.

להלן הפרמטרים הנבחנו בדירוג חברות העוסקות בתפעול והקמת תשתיות:

א. **רמת רווחיות** - רמת הרווחיות הינה נגזרת ישירה לרמת יעילות החברה, וזאת מכיוון שהכנסותיהן של החברות הפועלות בענף הינן קבועות יחסית ומפוקחות⁵. מדדי הרווחיות אומדים את ביצועי החברה בפועל ונגזרים מיכולתה להפיק ולהשיג רווחים בהווה ובעתיד. בפרמטר זה, מושם דגש לרווח התפעולי של החברה המהווה כלי הערכה כמותי ובר השוואה לחברות אחרות בענף. ענף התחבורה מתאפיין בהעדר עונתיות בקשר עם הכנסותיהם של החברות, וזאת לאור המנגנון הקיים בענף אשר חושף במידה מועטה, אם בכלל, את החברה לביקושים⁶.

ב. **ניזלות וגמישות פיננסית** - פרמטר זה בוחן, מצד אחד, את יכולת החברה להניב מזומנים ממקורותיה השוטפים - יכולת נמוכה משקפת תלות גוברת במקורות מימון חיצוניים ו/או מימוש נכסים, ומצד שני, את מידת נגישות החברה לגיוסים בשוק

⁴ חלק ניכר מהכנסות החברות הפועלות בענף, מעוגנות בהסכמי סובסידיה ותפעול אל מול המדינה.

⁵ המחיר מופקח ע"י הרגולטור, ואינו נקבע ע"י השוק.

⁶ חלק ניכר מהכנסות החברות הפועלות בענף, מעוגנות בהסכמי סובסידיה ותפעול אל מול המדינה.

ההון. מקורותיה הכספיים של החברה נאמדים בהשוואה לצרכיה והתחייבויותיה בטווח הקצר. חברות בעלות תזרים מזומנים המשקף בכל תרחיש או כמעט בכל תרחיש צורך מינימאלי, אם בכלל, בגיוסי הון חיצוניים, וכאשר הנגישות לשוק ההון אינה מוטלת בספק, ידורגו בפרמטר זה בטווח העליון של הסקאלה. ככול שנזילות החברה נמוכה יותר, והיא נשענת באופן מהותי על גיוס חובות לצורך פעילותיה והשקעותיה, היא תדורגנה החלק התחתון של הסקאלה בפרמטר זה.

ג. יחסי כיוסי -

- **FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית:** יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות המימון שלה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הוניות משמעותיות וגיוסי חוב. המונה ביחס זה מורכב מ- FFO בתוספת הוצאות ריבית - במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית של החברה, והמכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית.
- **FFO לחוב פיננסי:** היחס נועד לבטא את היקף תזרים המזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים.
- **RCF לחוב פיננסי:** יחס המבטא את יכולת החברה לשרת את החוב הפיננסי, לאחר תשלומי דיבידנדים לבעלי מניותיה. המונה ביחס זה מורכב מ- FFO בניכוי דיבידנדים, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה. בחברות מסוימות, היקף חלוקת הדיבידנדים הינו מהותי ביחס לתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ועלול להשפיע באופן מהותי על יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי שברשותה.

ד. איתנות פיננסית -

- **הון עצמי למאזן:** יחס זה חושף את מבנה ההון של החברה ובוחר את רמת המינוף שלה. ככל שרמת המינוף של החברה הינה גבוהה יותר, כך היא חשופה לסיכוני אשראי גבוהים יותר. למעשה, ההון העצמי של החברה מהווה מעין "כרית מזומנים" נוספת, לאחר כריות הרווחיות של החברה, לספיגת אירועי קיצון בלתי צפויים. ההון העצמי של החברה נועד להגן על בעלי החוב בעתות משבר, ומהווה אינדיקטור נוסף ליציבות החברה.
- **חוב פיננסי ל- CAP:** יחס המשמש לבחינת מינוף החברה, וכפועל יוצא, מהווה אינדיקציה לגמישותה ואיתנותה הפיננסית של החברה. לצד יחס גבוה, יחולו עלויות מימון גבוהות, אשר עלולות להגביל גיוס חוב נוסף הן בהיבט התזרימי (הגדלת הוצאות המימון), והן בהיבט עמידה בקובננטים בנקאיים ואחרים.
- **CAPEX לרכוש קבוע:** יחס זה נועד לבחון את היקף תכנית הפיתוח וכלל ההשקעות ההוניות של החברה ביחס לרכוש הקבוע שלה. חברות הנמצאות בשלבי פיתוח מסיביים ו/או חברות "צעירות", תהיינה בעלות יחס גבוה המעיד על רמות סיכון גבוהות יותר.

שיקולים נוספים

במסגרת דירוג חברות הפעולות בענף התחבורה הציבורית נלקחים בחשבון שיקולים נוספים אשר עשויים (מטיבי דירוג) או עלולים (מרעי דירוג) להשפיע על הדירוג הסופי, ואינם באים לידי ביטוי במסגרת הניתוח של הפרמטרים לעיל. השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון במתודולוגיה זו הינם:

א. איכות ההנהלה

יציבות ההנהלה, ניסיון ההנהלה (Track-Record), יכולת החברה להתמודד עם החדשנות בענף, יכולת ההנהלה להכיל וליישם שינויים חוצי-ארגון, מדיניות ההנהלה בקשר עם גידור הסיכונים ויכולת ההנהלה להתמודד עם עתות משבר. כאשר מדובר בהנהלה יציבה בעלת מדיניות ברורה, מוגדרת ועקבית אשר יכולה להוביל ולהוציא לפועל תהליכים חוצי-ארגון, אזי ניתן יהיה לאמוד במידה טובה יותר את יכולתה, תפישתה ואופן התנהלותה הן בתקופת צמיחה והן בתקופת משבר. הנהלה המאופיינת והפועלת בהתאם לאמור לעיל, תתמוך באופן חיובי בדירוג החברה.

ב. אסטרטגיה עסקית

כחלק מהגדרת מדיניות החברה, קובעת ההנהלה את האסטרטגיה שלפיה תפעל, וכנגזרת מכך את כיוונה העתידי. בהתאם לתפישה האסטרטגית תאופיין, תוגדר ותיקבע תכנית העבודה של החברה הן לזמן הקצר והן לזמן הארוך. ככל שהאסטרטגיה תתמקד בפעילות הליבה של החברה, תהיה ברורה, עקבית ומוגדרת יותר ובעלת תכניות פעולה תומכות המוכוונות למטרות ספציפיות, כך דירוג החברה בפרמטר זה יהיה גבוה יותר.

ג. בעלי מניות וצדדים קשורים

כחלק מבחינת וכימות השפעתם של בעלי המניות נבחנים, בין היתר, הפרמטרים הבאים: (1) מדיניות דיבידנדים; (2) תלות בבעלי המניות; (3) ניסיון בעלי המניות בתחומי הליבה של החברה; (4) מדיניות פיננסית; (5) מבנה השליטה; (6) עסקאות בין צדדים קשורים; (7) סבירות לתמיכה ע"י חברת האם/בעלים - יש לבחון שני היבטים: נכונות ויכולת תמיכה.

ד. ממשל תאגידי

סעיף זה בוחן את הרכב ועבודתה המקצועית של וועדת הביקורת, קיום מנגנוני ביקורת, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות אל מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.

ה. אירוע סיכון (Event Risk)

כחלק מהדירוג נלקחים בחשבון סיכויים לאירועים בלתי צפויים אשר עלולים לפגוע ולסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

נחיתות מבנית - חברות אחזקה

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית, נקבע ביחס לדירוג החוב של החברות המוחזקות, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחתיה. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת הנזילות, המינוף ומידת הגמישות הפיננסית, תוך התחשבות בחסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.

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

תאריך הדוח: 16/07/2020

© 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 וכאולה 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>.