

# דירוג חברות אחזקה

דוח מתודולוגי | נובמבר 2017

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות אחזקה. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות אחזקה ויכול לשמש ככלי לעזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי חברות מסוג זה. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים עבור חברות אחזקה. במסגרת תהליך הדירוג נבחנו מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שישפיע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפות מראש. הדוח מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים.

ככלל, חברות ייחשבו על ידי מידרוג כחברות אחזקה כאשר היקף פעילותן העצמאי אינו משמעותי והן פועלות באמצעות אחזקה באחת או יותר חברות תפעוליות, בין אם באחזקה מלאה, אחזקת שליטה או אחזקת מיעוט. החברות המוחזקות הן בדרך כלל עצמאיות מבחינה ניהולית, תפעולית ומימונית, ושירות החוב של חברת האחזקה נשען בעיקר על חלוקת רווחים מהחברות המוחזקות ועל שווין הנכסי. חברות אחזקה יכול שיהזיקו במספר רב או מועט של אחזקות, לרבות אחזקה בודדת. מידת השליטה במוחזקות יכולה לשאת מאפיינים שונים, החל משליטה גבוהה בכל המוחזקות ועד לכדי אחזקות מיעוט או שילוב בניהם. יש להדגיש כי לא כל מנפיק הפועל באמצעות חברות כלולות במבנה של "חברת אחזקה", ידורג בהכרח על פי המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה. המבחנים העיקריים לסיווג המנפיק כ"חברת אחזקה" הינם: החברה מהווה אמצעי למימון שליטה בחברות המוחזקות; האחזקות הינן חברות תפעוליות ועצמאיות באופן ניהולן; קיימת זיקה פיננסית חלשה בין החברה לבין המוחזקות; החברה, ככלל, נמנעת מהעמדת מימון שוטף או ערבויות למוחזקות וכך גם להפך, באופן ששירות החוב בחברות המוחזקות ממומן מפעילותן העצמאית ואילו שירות החוב בחברת האחזקה נשען לאורך זמן על חלוקת רווחים ועל שווי המוחזקות; מידת הזיקה העסקית בין החברה לבין המוחזקות ובין המוחזקות לבין עצמן עשויה לשאת גוונים שונים. ככלל, ככל שמידת הזיקה (ועימה גם הזהות) העסקית חלשה יותר, מידרוג תיחס לחברה מאפיינים של חברת אחזקה. מנגד, "חברת אחזקה" שתאופיין על ידי מידרוג כקבוצת חברות תפעוליות ותדורג על בסיס המתודולוגיה הרלוונטית לחברות המוחזקות ובין המוחזקות לבין עצמן, תסווג על ידי מידרוג כקבוצת חברות תפעוליות ותדורג על בסיס המתודולוגיה הרלוונטית לקו העסקים העיקרי של הקבוצה (אחת או יותר).

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתונה הפיננסיים. הנתונים היסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. תחזיותינו מושפעות (בין היתר) מביצועי העבר, מגמות בענף, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון - קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

## אפיון המנפיק כחברת אחזקה

ככלל, חברות ייחשבו כחברות אחזקה כאשר פעילותן העצמאית, ככל שקיימת, אינה בהיקף משמעותי והן פועלות באמצעות אחזקה באחת או יותר חברות תפעוליות<sup>1</sup>, בין אם באחזקה מלאה, אחזקת שליטה או אחזקת מיעוט. מידרוג מבחינה בין ארבעה סוגים עיקריים של "חברות אחזקה": קבוצת חברות תפעוליות המוחזקות על ידי ישות אחת; קונגלומרט שהינו תאגיד-על השולט על מספר חברות בתחומי פעילות שונים; חברת השקעות מרובת אחזקות באוריינטציה פיננסית וחברת אחזקה בנכס בודד או מספר מועט של נכסים, שהינה במקרים רבים מבנה משפטי שנועד לממן אמצעי שליטה.

<sup>1</sup> ככלל, חברות מימון ייעודיות מסוג SPC, חברות נכס או חברות צינור אינן נחשבות על ידי מידרוג "חברות תפעוליות" וחברה הפועלת באמצעות מספר חברות ייעודיות מסוג זה לא תיחשב בהכרח כחברת אחזקות, זאת בפרט כאשר חברות הנכס נועדו במהותן להוות מבנה משפטי מימוני, וכל אחת מחברות הנכס מהווה חלק קטן יחסית ממארג פעילות שלם של המנפיק.

אין די בכך שמנפיק פועל באמצעות חברות כלולות בכדי שישוו על ידי מידרוג כחברת אחזקה, זאת מפני שמבנה משפטי של חברת אחזקות נובע לעיתים משיקולי מס, משיקולים ארגוניים וניהוליים או מסיבות היסטוריות, אולם הוא אינו בהכרח מעיד על מהות כלכלית ועסקית. לאור זאת, לצד המבנה המשפטי, מידרוג בוחנת ומקנה משקל גבוה יותר ל מודל העסקי והפיננסי של המנפיק על מנת לקבוע באם לסווגו כחברת אחזקה.

סיווג המנפיק כחברת אחזקה איננו מובן מאליו בחלק מהמקרים, והוא נע לאורך ציר הזיקה העסקית, הניהולית והפיננסית בין חברת האחזקה למוחזקות. ככל שזיקה זו גבוהה יותר והשליטה הניהולית והפיננסית ריכוזית יותר - כך תחשב החברה כקבוצת חברות תפעולית או לחילופין קונגלומרט (הכולל חברות מתחומים שונים או משיקים). ככל שהשפעה הניהולית של חברת האחזקה הינה חלשה ולא קיימת סינרגיה בין החברה למוחזקות ובין המוחזקות לבין עצמן, כך תחשב החברה כחברת השקעות בעלת אוריינטציה פיננסית. מאפייניה של חברת האחזקות יכולים להשתנות לאורך הזמן בין הסוגים השונים כחלק מאסטרטגיית העסקית של החברה אשר כוללת השקעות ומימושים.

### מודל עסקי של חברת אחזקות

הדין לעיל ולהלן באבחנה בין חברות אחזקה מסוגים שונים נועד לחדד את המאפיינים של חברות אחזקה במודלים עסקיים שונים ולאפיין את חברות האחזקה הנדונות במסגרת מתודולוגיה זו:

**קבוצת חברות תפעולית:** בחברה זו מידרוג מזהה קו עסקים מרכזי המשותף לחברות הקבוצה ולחברת האחזקות וזיקה עסקית, ניהולית ופיננסית חזקה בין חברות הקבוצה, אשר חושפת אותן למאפייני סיכון צולבים. כך, בדרך כלל נצפה לגמישות גבוהה בהעלאת כספים מהבנות לאם, בדרך של דיבידנדים, הלוואות בעלים או מנגנון אחר, אשר מהווה את הבסיס ליכולת שירות החוב של החברה האם. במקרים מסוימים, החברה האם היא זו שמגייסת את המימון לכלל הקבוצה, על בסיס תזרימי המזומנים המאוחדים של הקבוצה, ומנתבת את תמורת הגיוס בין החברות התפעוליות בהתאם לצרכי המימון. במקרים אלו ובמקרים הנושאים מאפיינים דומים, הקבוצה תנותח כקבוצת חברות תפעולית, על בסיס המתודולוגיה הרלוונטית לקו העסקים המרכזי של הקבוצה. מכיוון שבקבוצה מסוג זה ההפרדה הפיננסית בין החברות חלשה ובדרך כלל החברות ערבות זו לזו, הניתוח הפיננסי ייעשה על בסיס הנתונים הכספיים המאוחדים. מידרוג עשויה לבחון את מצבה הפיננסי של חברת האם גם על בסיס נפרד, ובדגש על נזילותה בעיקר. כנזכר לעיל, חברות אחזקה מסוג קבוצת חברות תפעולית אינן בתכולת המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה.

**קונגלומרט:** חברה תאופיין כקונגלומרט כאשר היא מורכבת ממספר חברות תפעוליות בקווי עסקים שונים אך נשלטת בידי חברת אחזקות המהווה את מטה הקבוצה. חברות הקונגלומרט עשויות לפעול בזיקה עסקית ותפעולית חלשה בינן לבין עצמן, עד כדי ניתוק מלא או תוך זיקה גבוה יותר כתוצאה מסינרגיות תפעוליות, שיווקיות או מימוניות. הניתוח המתודולוגי של קונגלומרט מתרחב לניתוח נפרד של כל אחד מקווי העסקים העיקריים בהם פועלת הקבוצה, בהתאם למתודולוגיה הענפית הרלוונטית. בשונה מקבוצת חברות תפעולית, בניתוח של קונגלומרט מידרוג מדגישה את המגבלות על זרימת המזומנים בין חברות הבנות לחברה האם, המתבססת במקרה של קונגלומרט, בעיקר על חלוקת רווחים. הניתוח הפיננסי של החברה האם ייעשה הן במאוחד והן על בסיס סולו. קונגלומרט יכול וידורג על פי המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה או על פי המתודולוגיות הרלוונטיות לקווי העסקים העיקריים שלו, וזאת כתלות במאפייני הזיקה העסקית והמימונית בין חברת האחזקות לבין החברות התפעוליות, ובינן לבין עצמן. מידרוג תציין בדוח הדירוג של המנפיק את המתודולוגיה הרלוונטית לדירוג הקונגלומרט.

**חברת השקעות מרובת אחזקות באוריינטציה פיננסית:** המאפיין העיקרי של חברת השקעות קלאסית הינו היעדר זיקה אסטרטגית, ניהולית ופיננסית בין המוחזקות לבין חברת האחזקות. תיק האחזקות כולל אחזקות מיעוט על פני מספר חברות בתחומים שונים או משיקים. אסטרטגיית ההשקעות הינה דינאמית, ושירות החוב נשען במידה רבה על שווי האחזקות. הניתוח של חברת השקעות מתמקד בחברה האם, בדגש על פיזור הפורטפוליו וביכולת החברה האם לשרת את החוב הפיננסי על בסיס תזרימי המזומנים מהמוחזקות, מימושי אחזקות ושווי האחזקות, הגוזר את יכולת מיחזור החוב.

חברת אחזקות מסוג מימון אמצעי שליטה: זוהי בדרך כלל חברה ייעודית שהוקמה לצורך מימון ההשקעה בנכס יחיד או מספר בודד של נכסים. מחד, היא מאופיינת בשליטה גבוהה יחסית על נכס הבסיס מבחינת שיעורי אחזקה בהון ובהצבעה והתוויות האסטרטגיה העסקית והפיננסית, אולם מאידך, בדרך כלל הזיקה הפיננסית בין החברה לבין נכס הבסיס הינה חלשה, במובן של היעדר ערבות פיננסית בין החברות. בד בבד, חברת האחזקות תלויה באופן מלא ומוחלט בתזרימים מנכס הבסיס, בעוצמת נכס הבסיס ובשווי.

להלן ריכוז את המאפיינים העיקריים המבחינים בין הסוגים העיקריים של חברות האחזקה במודל הקלאסי:

מבנה האחזקות	חברת השקעות	מימון אמצעי שליטה	קונגלומרט	קבוצת חברות תפעולית <sup>2</sup>
<ul style="list-style-type: none"> <li>פורטפוליו אחזקות רחב ומפוזר</li> <li>פורטפוליו דינאמי</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>החברה שולטת באחזקה יחידה או מספר בודד של אחזקות, עם או ללא סינרגיה בנייה</li> <li>אחזקה אסטרטגית לטווח בינוני/ארוך</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3-5 אחזקות ליבה</li> <li>לחברה האם בד"כ אין פעילות עצמאית</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקת שליטה במוחזקות הפועלות בקווי עסקים דומים</li> <li>לחברה האם בד"כ קיימת פעילות עצמאית</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקות מיעוט ו/או אחזקות שליטה אולם הזיקה העסקית בין האחזקות נמוכה</li> <li>מידת המעורבות וההשפעה משתנה בהתאם למרכיב אחזקות השליטה</li> <li>היעדר זהות בין המחזיקה למוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקת קבע בדרך כלל ללא זיקה עסקית גבוהה בין המוחזקות</li> <li>השפעה גבוהה על האסטרטגיה והניהול</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקות קבע עם זיקה עסקית מסוימת בין לבין עצמן עד כדי סינרגיה</li> <li>השפעה גבוהה על האסטרטגיה והניהול</li> <li>מידת הזהות בין המוחזקות עשויה להשתנות מזהות מלאה עד לזהות מוגבלת</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקה אסטרטגית עם זיקה עסקית גבוהה עד בקבוצה בין החברות</li> <li>ניהול ריכוזי ואחיד</li> <li>זהות מלאה בין חברות הקבוצה עד כדי טשטוש</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>זיקה מימונית חלשה בין חברות המטה לחברות הפורטפוליו</li> <li>שירות החוב נשען במידה גבוהה על דיבידנדים מהמוחזקות ומימוש המוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>זיקה מימונית חלשה בין חברות המטה לחברות המוחזקות</li> <li>שירות החוב נשען על קבלת דיבידנדים ועל שווי הנכסים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>יתכנו ערבויות צולבות/תמיכה הדדית/עסקאות משותפות בין המטה למוחזקות ובין המוחזקות</li> <li>שירות החוב בחברת האם נשען בעיקר על דיבידנדים מהמוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מימון צולב - העמדת ערבויות וביטחונות צולבים, ריקורס בין חברות הקבוצה, יתרות כספיות/הלוואות בין חברתיות</li> <li>שירות החוב נשען על התזרים התפעולי של המוחזקות ויתכן גם תזרים עצמאי</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה או מתודולוגיה (אחת או יותר) הרלוונטית לקווי העסקים העיקריים<sup>3</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מתודולוגיית דירוג רלוונטית לקו העסקים העיקרי</li> </ul>	

### מידת הזיקה הפיננסית: "סולו" מול "מאוחד"

ככלל, טיבן של חברות האחזקה הנכללות במתודולוגיה זו גוזר זיקה פיננסית חלשה בין לבין החברות המוחזקות, הן מבחינת זרימת המזומנים מהמוחזקת לחברת האם והן בכיוון ההפוך. חברות אחזקה נשענות בעיקר על תזרים דיבידנדים מהמוחזקות, בשונה מהישענות על תזרימים תפעוליים (כמו למשל בקבוצת חברות תפעולית) וכן על מימוש אחזקות ומחזור חוב. היות וכך, גישת הניתוח של מידרוג מודדת את יכולת שירות החוב של חברת האחזקות בעיקר על בסיס נתוני הסולו. משמעות גישה זו היא מחד, הדגשת הנחיות של חברת האחזקות ביחס לתזרימים התפעוליים של החברות המוחזקות, וממילא גם ביחס להתחייבויות שלהן, ומאידך, מתן דגש להיעדר ערבות של חברת האחזקות להתחייבויות של החברות המוחזקות. מידרוג עשויה לנקוט בגישה שונה ככל שתסבור כי קיימת זיקה פיננסית חזקה בין חברת האחזקות לבין המוחזקות, ולבצע התאמות לניתוח הסולו במסגרת מתודולוגיה זו. יציין כי גם

<sup>2</sup> קבוצת חברות תפעולית אינה בתחולת מתודולוגיה זו ונבחנת עפ"י המתודולוגיה אשר מיושמת לניתוח קו העסקים המוביל. מידרוג עשויה לבחון את המנפיק גם על בסיס ניתוח פיננסי סולו, בהתאם למאפייניו.

<sup>3</sup> ההחלטה באם הקונגלומרט ידורג במתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה תיבחן על ידי מידרוג ממקרה למקרה על פי המאפיינים הספציפיים של המנפיק ובהתאם לקריטריונים שהובאו לעיל.

במקרים של קבוצות נעדרות זיקה פיננסית, מידרוג עשויה לבצע התאמה לניתוח הסולו הרגיל, כגון ניתוח סולו מורחב, איחוד יחסי, בהתאם לנסיבות. להלן המאפיינים העיקריים המשמשים את מידרוג בבחינת מידת הזיקה הפיננסית בין חברת האחזקות לבין המוחזקות:

מאפיינים של זיקה פיננסית חלשה (כולם או חלקם)	מאפיינים של זיקה פיננסית חזקה (כולם או חלקם)
<ul style="list-style-type: none"> <li>היעדר ערבויות בין החברה למוחזקות ובין המוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ערבות של החברה האם להתחייבויות של אחת או יותר מהמוחזקות או ערבויות צולבות</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>מנגנונים מחלישי זיקה כגון: מוחזקות ציבוריות או מדווחות (שהנפיקו אגרות חוב), מגבלות בנקאיות על חלוקת דיבידנדים מצד המוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>היסטוריה של תמיכה במוחזקות</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>החלטות מתקבלות בחברות המוחזקות באופן עצמאי</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>קיומן של יתרות חובה/זכות (ח"ז) או הלוואות בין-חברתיות</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>אחזקת מיעוט במוחזקות</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>השקעות משותפות לחברה ולמוחזקות</li> </ul>

### מרכיבי הדירוג העיקריים

להלן ריכוז הפרמטרים העיקריים בניתוח חברות אחזקה:

איכות האחזקות ופרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	<b>פרופיל תיק האחזקות</b>
מאפייני ריכוזיות תיק האחזקות	
נראות הדיבידנדים מהמוחזקות או מגבלות על חלוקה	
מינוף פיננסי	<b>מינוף וגמישות פיננסית</b>
יחס כיסוי הריבית	
חשיפה לסיכון מובנה של מימון מחדש	
גמישות פיננסית	<b>נזילות</b>
יחס שירות חוב ומקורות נזילים	
איכות ההנהלה וניהול, מדיניות ניהול סיכונים, אסטרטגיה עסקית, בעלי מניות, מדיניות פיננסית, ארוע סיכון ותמיכה חיצונית, אחר	<b>שיקולים נוספים</b>

### פרופיל תיק האחזקות

#### איכות האחזקות ופרופיל סיכון האשראי של המוחזקות

פרופיל המוחזקות מהווה נדבך משמעותי בפרופיל איכות האשראי של חברת האחזקות, בין השאר בשל רמת הפיזור המוגבלת וההישענות הגבוהה על הדיבידנדים מהמוחזקות ועל שווי המוחזקות לצורך שירות החוב. בהיותה תלויה באופן בלעדי בשווי של המוחזקות ו/או בתזרימים הנובעים מהן, חולשה במצבן של המוחזקות תשליך על חברת האחזקה ב"מכפיל כוח" שעשוי להחליש אותה בעוצמה גבוהה עוד יותר. בו בזמן, פרופיל מוחזקות חזק עשוי לסייע לחברת האחזקות בתקופה של חולשה בשווקי ההון והאשראי ולהשפיע לייצובה. פרופיל איכות האשראי של המוחזקות מתבסס על הדירוג או הערכת אשראי<sup>4</sup> שמידרוג קובעת לכל אחת מאחזקות הליבה ושקלולה בהתאם לתמהיל השווי הנכסי של הקבוצה.<sup>5</sup> חברות בעלות איכות אשראי גבוהה יאופיינו ביותר ממאפיין אחד מבין הבאים: ענף פעילות יציב וחסין יחסית לתנודות אקסוגניות, היקף פעילות משמעותי ופיזור עסקי רחב, מעמד שוק משמעותי בקו העסקים העיקרי המתבטא ברווחיות סבירה/עודפת ביחס לענף, וכן רמת מינוף מתונה. להערכת מידרוג, מאפיינים אלו עשויים לספק מרווח ביטחון הולם ליציבות החברות ולגמישותן העסקית והפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית, בתקופות של משבר פיננסי או תמורות בשווקים הרלוונטיים להן. חברות חלשות במיוחד בפורטפוליו עלולות להכביד על חברת האחזקות מעבר למשקלן היחסי בשווי (אשר ככל הנראה גם ילך ויפחת יחד עם היחלשותן), ומידרוג תקנה לכך דגש מיוחד, בהתאם לנסיבות העניין. במקרים מסוימים

<sup>4</sup> הערכת אשראי (Credit Estimate) הינה הערכה לא פומבית של איכות האשראי של מנפיק או התחייבות כלשהי ומשמשת בדרך כלל כנתון קלט לדירוג אשראי רגילים. להגדרה המלאה ראה: [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#), יולי 2017

<sup>5</sup> יתכן ויתקיים פער בין מידת התרומה של האחזקה לשווי הפורטפוליו לבין מידת התרומה של האחזקה לתזרימי השוטף של חברת האחזקות. פער זה ישתקף במאפיינים נוספים בפרופיל תיק האחזקות ובפרמטרים של תזרימי יחסי כיסוי.

עשוי להתקיים מתח שלילי בין איכות האשראי של מוחזקת, לבין גמישותה לחלק דיבידנדים ולתמוך בשירות החוב של חברת האם. מצב זה למשל יכול לנבוע מרגולציה המגבילה חלוקת דיבידנדים, תכנית השקעות משמעותית או כחלק מהמדיניות הפיננסית של המוחזקת (שבתורה תורמת לאיתנותה הפיננסית).

### מאפייני ריכוזיות תיק האחזקות

פיזור עסקי מצמצם באופן אינהרנטי חשיפה לסיכון הנובעת ממחזוריות כללית או ממאפייני הסביבה העסקית. פיזור עסקי עשוי להקטין חשיפה להשפעות אקסוגניות, תמורות רגולטוריות ומבניות, מחזוריות שלילית ושאר גורמי סיכון האופייניים לענף עסקי זה או אחר. יחד עם זאת, פיזור עסקי אינו מבטיח תזרים דיבידנדים יציב לאורך זמן ואינו מונע תנודתיות בשווי השוק, בין השאר בשל קורלציות הקיימות בין ענפים שונים, או בשל תמהיל גיאוגרפי מוגבל. יתכנו מקרים בהם ריכוזיות בענף יציב מאוד תהיה עדיפה על פני פיזור עסקי בין ענפים המאופיינים בתנודתיות או בקורלציה בניהם.

מידת הפיזור של תיק האחזקות נמדדת במונחים של מספר אחזקות מהותיות ומידת הפיזור של אחזקות אלו על פני ענפים שונים וטריטוריות גיאוגרפיות שונות. אחזקה מהותית תיחשב כזו המהווה 15% לפחות משווי תיק האחזקות או שיעור דומה מתזרימי המזומנים השוטפים המתקבלים בחברת האחזקות. תיק אחזקות ייחשב כבעל פיזור עסקי גבוה יחסית כאשר קיימות בו שלוש אחזקות מהותיות אשר שוויי המצרפי אינו עולה על 65% מסך שווי האחזקות, הפועלות בענפים שונים ותורמות כל אחת בנפרד תרומה מהותית לתזרימים השוטפים המתקבלים בחברת האחזקות. נציין כי פיזור עסקי רחב אצל החברה המוחזקת עשוי להוות גורם מצמצם סיכון גם ברמת חברת האחזקה, והוא צפוי לקבל ביטוי בדירוג המוחזקת או בהערכת האשראי שלה.

### נראות הדיבידנדים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקה

חברת אחזקות על פי רוב אינה מייצרת תזרימי מזומנים שוטפים באופן עצמאי, ותלויה במידה גבוהה בתזרימי המזומנים מהחברות המוחזקות לצורך שירות החוב השוטף, זאת בנוסף מתזרימים הנובעים ממימוש אחזקות או מיחזור חוב, שהם בעלי אופי שונה ויידונו בהמשך. מקורם של התזרימים השוטפים הינו בדרך כלל חלוקת רווחים מהמוחזקות, החזר הלוואות בעלים ובמידה פחותה גם דמי ניהול. חלוקת רווחים מתבצעת על בסיס יכולתה, נכונותה ומגבלותיה של החברה המוחזקת, מצב היוצר נחיתות אינהרנטית של חברת האחזקות ביחס לתזרימיה של המוחזקת ומעלה את סיכון האשראי של חברת האחזקות ביחס לזה של החברות המוחזקות, בפרט כאשר חברת האחזקות נשענת על נכס בודד. באשר להחזר הלוואות בעלים - אלו ייבחנו בהתאם למאפייני הלוואות הבעלים ולמידה בה הן מהוות תחליף השקעה הונית או הלוואה פיננסית רגילה.

היקף התזרימים השוטפים שמקבלת חברת האחזקות מהחברות המוחזקות נמדד ביחס לשירות החוב של חברת האחזקות וביחס להוצאות המימון וההוצאות השוטפות שלה. יחסים אלו מהווים מדד ליכולתה להקטין את החוב הפיננסי ו/או לצבור מזומנים לאורך זמן. האלטרנטיבות הקיימות לקבלת דיבידנדים מהמוחזקות הן מחזור חוב ו/או מימוש אחזקות. פעולות אלו עשויות, בתנאים מסוימים, להצר את גמישותה הפיננסית של חברת האחזקות ובכל מקרה חושפות את החברה למשתנים שאינם תלויים בה באופן מלא, כגון נכונות של המממנים למחזר את החוב, שווי השוק של האחזקות, סנטימנט השווקים ועוד. בהיעדר דיבידנדים או יכולת למחזר חוב, חברת האחזקות עלולה לממש את האחזקות הטובות יותר על מנת לשרת את החוב, ובראייה ארוכת טווח לפגוע בפרופיל איכות התיק. מידת נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות מהווה איפה שיקול מהותי בסיכון האשראי של חברת האחזקות, כאשר נראות הדיבידנדים מהמוחזקות נבחנת על ידי מידרוג לפי הקריטריונים הבאים:

**יכולת חלוקה וגמישות פיננסית:** עוד קודם לבחינת המגבלות החלות על החלוקה מצד המוחזקות, ומדיניות החלוקה של כל אחת מהמוחזקות העיקריות, מידרוג בוחנת את יכולתן של המוחזקות לייצר תזרימי מזומנים שיממנו גם חלוקת דיבידנדים. במסגרת זו מידרוג בוחנת את חוזק תזרימי המזומנים מפעולות של המוחזקות העיקריות ויציבותם, את צורכי ההון החוזר, צורכי ההשקעה וצורכי שירות החוב.

**מדיניות החלוקה:** מדיניות חלוקה סדורה לאורך זמן משפרת את השקיפות הפיננסית, ועשויה לשפר את נראות התזרימים בחברת האחזקות. מדיניות חלוקה הקובעת תקרת חלוקה משפרת את השקיפות והנראות של החלוקה, אם כי במרבית המקרים המדיניות המוצהרת קובעת רף מזערי לחלוקה בלבד. מידרוג מביאה בחשבון כי חלוקת דיבידנדים הינה במקרים רבים אלטרנטיבה לביצוע

השקעות הוניות ו/או הורדת מינוף מצד החברה המוחזקת, וכי החלוקה עשויה להחליש את איתנותן הפיננסית של המוחזקות, כתלות במיצובן העסקי והפיננסי, ולהשפיע לשלילה גם על גמישותן העסקית. מאפיין זה יקבל ביטוי בהערת סיכוני האשראי של המוחזקות. *טרק רקורד*: במקרים שונים מדיניות החלוקה אינה אפקטיבית דיו, בין אם היא קובעת רף מינימלי לחלוקה, ובין אם החלוקה בפועל שונה מהותית מהמדיניות המוצהרת. במקרים רבים ניסיון העבר (טרק רקורד) עשוי להוות מבחן אפקטיבי למדיניות החלוקה בפועל. ניסיון העבר מצביע על עקביות החלוקה לאורך זמן ועשוי להצביע על תנדבותיות החלוקה בתקופות של חולשה בפעילות החברה (המוחזקת), משבר כלכלי או לחילופין בעקבות רווחים חריגים (כגון רווח מימוש נכסים). במקרים מסוימים ניסיון העבר עשוי שלא להיות רלוונטי, אם בשל החלפת השליטה במוחזקת או שינוי במדיניות הפיננסית ואם בשל שינויים מבניים בתנאי השוק או במבנה הפעילות של החברה המוחזקת. הדירוג מקנה משקל לתחזית קבלת הדיבידנדים לשנים הקרובות, תוך שהוא משקלל את היסטוריית החלוקה ומדיניות החלוקה, ככל שהן רלוונטיות.

*מגבלות חלוקה מצד מממנים*: בנקים, מחזיקי אג"ח וסוגים נוספים של מממנים עשויים להגביל חלוקת רווחים לבעלי המניות כחלק מתנאי ההגנה בהסכמי המימון של החברה המוחזקת ושמירת מרווח ביטחון עבודה. מגבלות החלוקה נבחנות במסגרת הניתוח של הסדרי המימון של המוחזקות, אמות המידה הפיננסיות החלות עליהן וגמישותן הפיננסית.

*מגבלות חלוקה מצד רגולטורים*: מגבלות מסוג זה רלוונטיות בעיקר למוסדות פיננסיים דוגמת בנקים וחברות ביטוח, אולם הן עשויות להיות רלוונטיות לחברות בענפים נוספים. חוסנם הפיננסי של מוסדות פיננסיים בישראל נהינה במידה רבה מרגולציה אינטנסיבית שאמונה על שמירת יציבותם של מוסדות אלו בהיותם בעלי חשיבות מערכתית גבוהה. רגולציה זו עשויה להגביל את יכולת חלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות בהתאם למדיניות הרגולטור לחזק את הלימות ההון ומסגרת ניהול ואמידת הסיכונים של הגופים הפיננסיים. בהתאם לכך, קבלת דיבידנדים מגוף פיננסי נבחנת תחת רגישות גבוהה יותר בהשוואה לחברות רגילות שאינן כפופות לרגולציה בתחום ניהול ההון והסיכונים.

## הפרופיל הפיננסי של חברת האחזקות

יכולת שירות החוב של חברות האחזקה הנכללות במתודולוגיה זו נסמכת על שלוש רגליים עיקריות: קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות, מימוש אחזקות וכן מחזור חוב פיננסי בהישען על שווי המוחזקות. מיצובן הפיננסי של חברות האחזקה תלוי איפה במידה גבוהה במצב שווקי ההון ומשתנה באופן ניכר בין תקופות של גאות ושגשוג שווקי ההון לבין תקופות של חולשה ואי וודאות מתמשכת בשווקים. בתקופה של אי-וודאות גבוהה בכלכלה ובשווקי ההון עלולות להיחלש כל שלוש הרגליים הללו: יכולת המוחזקות לחלק דיבידנדים נפגעת בשל ירידה ברווחים ו/או קוצר במזומנים ו/או מגבלות מצד המממנים. בזמנית, הירידות בשוקי ההון פוגעות ביכולת ובנכונות של בעלי המניות לממש אחזקות. בנוסף, שחיקת שווי האחזקות מחלישה את יכולתה של חברת האחזקות למחזר התחייבויות ובמקרים מסוימים אף דורשת מהחברה לעבות בטוחות מול המממנים. הרגישות הגבוהה של חברות האחזקה לעיתות של אקלים כלכלי סוער מחדדת את החשיבות של גורמים סמנטיים סיכונים בחברות מסוג זה. גורמים אלו כוללים בין השאר מינוף מתון, מרחב גמישות פיננסית ונזילות.

### מינוף וגמישות פיננסית

הגמישות הפיננסית של חברת האחזקות מגלמת, באמצעות מכלול של פרמטרים כמותיים ואיכותיים, את מרווח הביטחון הקיים לה לשרת את התחייבויותיה בנסיבות משתנות ולממש את ייעודה האסטרטגי לאורך זמן. הפרמטרים העיקריים הנכללים במסגרת הגדרות המינוף והגמישות הפיננסית הנם כדלקמן (קיימת מידה של חפיפה והיזון חוזר בין הפרמטרים השונים):

- רמת המינוף הפיננסי של החברה
- יכולת החברה לצבור מזומנים או להקטין את רמת החוב באמצעות התזרימים מהמוחזקות
- סיכון המיחזור של החברה כפי שמשקף בפרעונות חוב חריגים
- דרגות החופש למחזר חוב פיננסי, להגדילו או לממש נכסים לצורך שירות התחייבויות קיימות

## מינוף פיננסי

נמדד כיחס שבין החוב הפיננסי לבין שווי האחזקות של חברת האחזקה ("LTV" – loan to value). רמת מינוף גבוהה חושפת את החברה לאתגרים במימון מחדש בתרחישים של ירידה בשוקי ההון ולחץ על מחירי המניות המוחזקות. מנגד, רמת מינוף מתונה מקנה לחברה גמישות פיננסית וגמישות עסקית להתמודד עם מהמורות בסביבה העסקית ולנצל הזדמנויות עסקיות. בחישוב החוב הפיננסי מידרוג תתבסס על החוב המאזני סולו בחברת האחזקות בתוספת חוב בחברות מטה בבעלות מלאה (שאינן חברות תפעוליות) ובתוספת התחייבויות פיננסיות חוץ-מאזניות, ככל שקיימות ובהתאם לעניין ולשיקול דעתה המקצועי. מידרוג תנכה מיתרת החוב הפיננסי את יתרות הנזילות המותאמות, באם להערכת מידרוג אלו אינן מיועדות להשקעות/לחלוקת דיבידנדים. ניירות ערך סחירים ינוכו מהחוב בהתאם לרמת הסיכון המיוחסת לתיק ההשקעות הנזיל ומאפייניו. שווי האחזקות נאמד על פי רוב על בסיס שווי השוק של האחזקות הסחירות ושווי הספרים של האחזקות שאינן סחירות. מידרוג עשויה להביא בחשבון הערכות שווי שערכה החברה לנכסים, שווי עסקאות שבוצעו בנכס וכד, וזאת על פי רוב תחת מקדמי רגישות. בכל מקרה, מידרוג בוחנת את שווי המוחזקות תחת תרחישי לחץ שמגלמים את תנודתיות מחירי המנייה לאורך זמן. כאשר האחזקות אינן סחירות קיים קושי בהערכתן, ומכאן שמידרוג תביא בחשבון טווח של הערכות שווי אשר יגזרו טווח מינוף רחב יותר. מידרוג בוחנת את יחס המינוף לאורך זמן, התנודתיות שלו לאורך השנים ובמבט צופה פני עתיד, תוך שמידרוג מגלמת בטווח היחס הצפוי את התנודתיות בשווי האחזקות, המגמה המאפיינת את תיק האחזקות לאורך תקופה, תחזית המקורות והשימושים של החברה והמדיניות הפיננסית של החברה.

## יחס כיסוי ריבית

יחס כיסוי ריבית (interest coverage ratio - ICR) מחושב כחלוקה של תזרימי המזומנים השוטפים המתקבלים מחברת האחזקות בניכוי הוצאות המטה של החברה בהוצאות המימון של חברת האחזקות. תזרימי המזומנים השוטפים מהמוחזקות כוללים: דיבידנדים שוטפים, דמי ניהול ותשלום ריבית על הלוואות בעלים או הלוואות אחרות. הוצאות המטה כוללות בדרך כלל הוצאות הנהלה וכלליות, דמי ניהול המשולמים לבעלי המניות (כאשר אלו אינם בגדר דיבידנדים או חלף דיבידנדים) ובניכוי הכנסות מסויימות שעשויות לנבוע לחברת האחזקות מפעילות עצמאית. הוצאות מימון כוללות ריבית ועמלות הקצאת אשראי על החוב הפיננסי. ככל שיחס כיסוי הריבית גבוה יותר, הוא מצביע על גמישות פיננסית טובה יותר להמשיך ולשאת בהיקף החוב הקיים ולמחזר את החוב ואף לצבור מזומנים. יחס כיסוי ריבית נמוך מ-1.0 (לאורך זמן) מעיד על "נגיסה" ביתרות המזומנים למימון העלויות השוטפות ולמעשה הגדלת החוב. יחס כיסוי הריבית נאמד במבט צופה פני עתיד לתקופה של שנתיים עד שלוש שנים קדימה, על בסיס המיצוב העסקי והפיננסי של המוחזקות, מדיניות החלוקה, מגבלות החלוקה, לרבות יתרות עודפים והרווחים הצפויים. יחס כיסוי הריבית אינו מביא בחשבון דיבידנדים לבעלי המניות בחברת האחזקות וכן תמורה ממימוש אחזקות ו/או השקעות הוניות במוחזקות (קיימות וחדשות). תנועות הוניות אלו מקבלות את ביטויין בבחינת יחס המינוף ויחסי שירות החוב. בנוסף, מדיניות חלוקת הדיבידנדים של חברת האחזקות לבעלי מניותיה מקבלת ביטוי נפרד בשיקולים הנוספים לדירוג במסגרת המדיניות הפיננסית.

## חשיפה לסיכון מובנה של מימון מחדש

חברות אחזקה עשויות להסתמך במידה גבוהה על שווי הנכסים לצורך שירות חובן הפיננסי, לעיתים בדרך של העמדת שיעור גבוה מהיקף החוב לתשלום בפרעון אחד בתום תקופה ההלוואה/האג"ח (ידוע בשם מרכיב bullet). מבנה מימון זה מאפיין חברות אחזקה בעלות אחזקות אסטרטגיות ארוכות טווח בנכסים איכותיים ויצויים יחסית. המודל הפיננסי הנלווה לאחזקות מסוג זה מושתת על פירעון איטי של החוב לאורך מספר שנים, מתוך הדיבידנדים ודמי הניהול מהמוחזקות, כאשר שיעור ניכר מהיקף החוב נדחה לפרעון בתשלום אחד בתום מספר שנים, תוך צפי למימון מחדש של הסכום הנדחה על בסיס שווי האחזקות והירידה ההדרגתית בהיקף החוב, קרי צפי לשיעור LTV שיתמוך במחזור העתידי. לעיתים, המממנים דורשים מהחברה צבירת כרית נזילות באופן הדרגתי עד למועד הפרעון הסופי. יתר הדברים קבועים, מבנה מימון זה, כרוך בעלויות מימון גבוהות יותר, בשל המח"מ הארוך של ההתחייבות וסיכון המימון מחדש. להערכת מידרוג, מבנה מימון המשיית פרעונות חריגים בשנים מסוימות, ובפרט דחייה של חלק ניכר מהחוב לתשלום בודד בסוף תקופת החוב מעלה את סיכון המחזור, וזאת במידה שאינה מתבטאת במידה מספקת ביחסי הכיסוי השוטפים



(מחד, יחסי הכיסוי מושפעים לשלילה נכח שיעור ריבית גבוה יותר בשל מח"מ החוב, ומאידך, פריסת החוב הארוכה משפרת את יחסי שירות החוב והנזילות - מידת ההשפעה הכוללת תלויה ברמת המינוף ובמבנה פריסת החוב מחברה לחברה), תוך שהוא מגביל את יכולת החברה להקטין את החוב הפיננסי באופן שוטף (אלא באמצעות פרעון מוקדם). מידרוג מודדת את שיעור החוב העומד לפרעון בתשלום בודד (או מספר תשלומים סמוכים) מסך החוב הפיננסי של חברת האחזקות, וכלל שזה גבוה יותר, הדירוג יושפע לשלילה.

#### דרגות חופש הקיימות לחברה למחזור התחייבויותיה או למימוש נכסים

- נכסים בלתי משועבדים: נכסים פנויים משעבוד מהווים חיזוק משמעותי לנזילות ולגמישות הפיננסית. מידרוג בוחנת את איכות הנכסים, סחירותם ומידת המגבלות על שעבודם (למשל מכוח רגולציה). מידרוג בוחנת את יחס הנכסים הבלתי משועבדים להיקף החוב הבלתי מובטח.
- רמת סחירות תיק האחזקות והיכולת לממש חלק מתיק האחזקות בעת הצורך. מידרוג בוחנת את יחס האחזקות הסחירות לסך הנכסים.
- אמות מידה פיננסיות: מידרוג בוחנת את מידת המרווח מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לחברה. כמו כן מידרוג בוחנת באם קיימת חשיפה באמות המידה הפיננסיות לשווי השוק של הנכסים באמצעות מנגנון "mark to market", אשר קיומו עלול להעמיס משקל כבד על הנזילות בתקופות של חולשה בשווקי ההון.
- נגישות לשווקי החוב וגיוון מקורות מימון: מידרוג בוחנת את יכולת החברה למחזר חוב גם על בסיס גיוון מקורות המימון בין ערוצים שונים (חוב סחיר/חוב מוסדי או מימון בנקאי). ככל שהחברה הינה ציבורית או מדווחת, מידרוג בוחנת בין השאר את תשואות אגרות החוב כפרמטר המשקף את עלות מיחזור החוב של התחייבויותיה בשוק הסחיר ואת התנהגות המניה. כן נבחן תמהיל החוב בין אשראי בנקאי לחוץ בנקאי - המאופיינים בשיעורי הישענות שונים ואת המידה בה החברה חשופה למגבלות קבוצת לווים במערכת הבנקאית.
- מגבלות רגולטוריות: חברות אחזקה עשויות להיות חשופות לרגולציה הקשורה במבנה האחזקות שלהן (לדוגמא חוק הריכוזיות) ופעילות המוחזקות. מידרוג בוחנת את השפעות הרגולציה בכל מקרה לגופו וככל שיש בהן להגביל את הגמישות הפיננסית של חברת האחזקה.

#### יחס שירות חוב ונזילות

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים מידיים בסביבה העסקית. ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר. כנזכר לעיל, חשיבות הנזילות בולטת במיוחד בחברות אחזקה בשל תלותן במקורות חיצוניים לשירות החוב, ובעיקר קבלת דיבידנדים מהמוחזקות ומחזור חוב בשווקי ההון. הפרמטרים העיקריים הנבחנים בצד הנזילות כוללים את יחס שירות החוב, את יתרות הנזילות ביחס לפרעונות הקרובים, את מסגרות האשראי של החברה וכן עומסי חוב חריגים החושפים את החברה לסיכון נזילות.

יחס שירות החוב, הקרוי גם DSCR<sup>6</sup>+CASH, הינו המנה המתקבלת מחלוקת עודף המקורות על השימושים השוטפים של החברה ברמה שנתית (לפני שירות החוב) ובתוספת היתרות הנזילות של החברה, לבין צרכי שירות החוב השנתיים (קרן וריבית). היחס נועד לבחון את יכולת החברה לשרת את החוב הפיננסי (קרן וריבית) בטווח הקצר והבינוני על בסיס היתרות הנזילות הקיימות בחברה ובתוספת מקורות תזרימיים חיצוניים ברמת וודאות גבוהה יחסית ובניכוי שימושים צפויים (למעט שירות החוב). בצד המקורות נטו נכללים היתרות הנזילות, תקבולים צפויים של דיבידנדים ודמי ניהול ממוחזקות ובניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, תשלומי דיבידנדים לבעלי המניות, תשלומי מסים צפויים והשקעות צפויות. יתרות ניירות ערך המוחזקים על ידי החברה ומשמשים בניהול הנזילות ייכללו ביחס שירות החוב תחת מקדמי רגישות בהתאם למדיניות ההשקעה של החברה ומאפייני הנכסים.

יחס זה נבחן בראייה צופה פני עתיד, לתקופה של שנתיים עד שלוש שנים קדימה, על בסיס מידת הנראות של התזרימים מהמוחזקות, ותחת תרחישי רגישות לגבי היקפם של תזרימים אלו. כשהוא נבחן לטווח הקצר והבינוני, יחס שירות החוב אינו מביא בחשבון מיחזור

<sup>6</sup> debt service coverage ratio

חוב ומימוש נכסים, אלא אם קיימים הסכמים חתומים לגבי מקורות תזרים אלו. במידה ולחברה קיימות מסגרות אשראי מחייבות ואשר אינן נושאות מגבלות אפקטיביות, הן יילקחו בחשבון המקורות לצורך חישוב יחס שירות החוב. ככל שיחס שירות החוב גבוה יותר, הוא תורם לצמצום סיכון האשראי בכך שמעיד על יכולת החברה לשרת את התחייבויותיה מתוך מקורות ברמת וודאות גבוהה יחסית, ובהתחשב בשימושים הצפויים לחברה, ואף מאפשר לחברה להקטין חוב פיננסי. יחס שירות חוב נמוך מ-1 מעיד על תלות במיחזור חוב לצורך שירות החוב הקיים ומגביר את סיכון האשראי.

מידרוג עורכת תרחישי רגישות ליחס שירות החוב, בעיקר בקשר עם תזרימי הדיבידנדים הצפויים מהמוחזקות, ובמקרים מסויימים מידרוג עשויה לבחון את הנזילות גם ללא דיבידנדים כלל מהמוחזקות, ככל שמידרוג תעריך כי מידת הנראות של הדיבידנדים הינה חלשה. על פי רוב מידרוג תצפה, כי יתרות הנזילות לבדן יכסו לפחות את תשלומי הקרן והריבית לשנה הקרובה, מבלי להתחשב בתזרימים חיצוניים שאינם בשליטה המלאה של החברה. חברות בולטות לטובה מבין החברות המדורגות אצלנו מחזיקות 20%-30% מהחוב בתיק נזיל, המכסה את חלויות הקרן והריבית לפחות לשנתיים. במרבית החברות היחסים נמוכים יותר (10%-15% כיסוי חוב ו-1.0-1.5 כיסוי חלויות).

## שיקולים נוספים

בסקירת השיקולים למידרוג יש לכלול פרמטרים נוספים רלוונטיים לכל חברה אשר לא נלקחו עד כה בחשבון. אלו כוללים את איכות הניהול, תיאבון הסיכון של בעלי המניות, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, איכות ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ומידרוג לוקחת אותם בחשבון לצורך המידרוג. בקביעת המידרוג מביאה בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

- **איכות ההנהלה והניהול** - ניסיון, כישורים ותיאבון לסיכון של ההנהלה הינם 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, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים.
- **מדיניות ניהול סיכונים** - מידרוג בוחנת את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללה: מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכונים שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
- **אסטרטגיה עסקית** - עבור חברות אחזקה, האסטרטגיה העסקית והפיננסית שלובות זו בזו, וזאת בשל מהות הפעילות של השקעות ומימושים, אשר חושפת את חברת האחזקות לשינויים ארוכי טווח במבנה החוב וההון. הערכת האסטרטגיה העסקית והפיננסית של חברת האחזקות משלבת מרכיבים איכותיים וכמותיים הנבחנים בין השאר על בסיס ניסיון העבר של החברה, הנהלתה ובעלי השליטה בה. בצד האיכותי מידרוג בוחנת את אסטרטגיית ההשקעות ותיאבון הסיכון של ההנהלה ובעלי המניות. במסגרת זו נבחנת מדיניות ההשקעות, עמידה בתחזיות, מידת המיקוד העסקי וטרק רקורד של החברה להוציא אל הפועל מהלכים (Execution Risk) בהתייחס למועד ועיתוי ביצוע המימושים. תיאבון הסיכון מוערך גם לפי ההיסטוריה של החברה בביצוע רכישות ומיזוגים ממונפים. מידרוג בוחנת את מחויבות ההנהלה להורדת רמות החוב ונקיטת צעדים משמעותיים להקטנת עומס הפירעונות והקטנת המינוף הן דרך פעולות מציפות ערך בנכסים אשר מביאות לעלויות שוויו או לחילופין גידול בהיקף זרם הדיבידנדים.
- **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 החברה והדירקטוריון ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותה העסקית והפיננסית של החברה. בבואה להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית מידרוג לוקחת בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. כמו כן, מידרוג בוחנת את עמידתה של המדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאים בסביבה 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 החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר יביאו לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:

- **חלוקת דיבידנד** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין ע"י דיבידנדים ובין ע"י 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 הפעילות באמצעות השקעות הוניות (כגון השקעות באמצעי ייצור, בסניפים, במתקנים לוגיסטיים) לעיתים עלולה להגדיל את רמת הסיכון בפעילות החברה, 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 ובביקושים.
- **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 ויכולות להעיד על מדיניות אגרסיבית.

- **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל, קשורה במאפיינים כגון 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)** - מידרוג לוקחת בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב מידרוג בוחנת סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.

- **תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - מידרוג בוחנת את סבירות התמיכה בחברה מצד חברת האם כאשר קיימות אינדיקציות לקיומה של תמיכה כזו. הערכת סבירות התמיכה כוללת שני מרכיבים - נכונות לתמיכה ויכולת תמיכה. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת, כגון ערבות, הערכת הנכונות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה שולית פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. מידרוג תבחן 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, מידרוג תבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת מידרוג תעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.

- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורה לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה מידרוג מפעילה מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.

- שיקולים מבניים כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות.

- **אחר** - מידרוג עשויה לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת של מידרוג.

## דוחות קשורים

### [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**תאריך הדוח: 06.11.2017**

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 סיכונים 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 וכאאלה 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>