

# דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים

דוח מתודולוגי | מאי 2020

## אנשי קשר:

יוגב יגודה - אנליסט בכיר  
[Yogev.y@midroog.co.il](mailto:Yogev.y@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  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הייזום למגורים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף הייזום למגורים. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות בענף הייזום למגורים (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 הייזום למגורים ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים בענף הייזום למגורים. 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) נספחים. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חברות נדל"ן אשר פעילותן העיקרית הינה רכישת קרקעות, ייזום והקמה ומכירת יחידות דיור למגורים, בעיקר במסגרת מבנים משותפים. פעילות זו כוללת, בין היתר, קידום תב"ע ושינוי זכויות בנייה וכן עסקאות קומבינציה והתחדשות עירונית. תחת מתודולוגיה זו, עשויות להיבחן חברות העוסקות בייזום ופיתוח נכסים למגורים באזורי פעילות גאוגרפיים שונים, וברמות גימור ומחירים שונות. חברות העוסקות בעיקר בנדל"ן מניב, ובתחום הקבלנות מדורגות תחת מתודולוגיות נפרדות. כמו כן, מתודולוגיה זו לא חלה על חובות שאינם חוב תאגידי כגון: ליווי לבניה, חוב פרויקטלי וכדומה.

המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות ייזום נדל"ן החל מיום 14.05.20 ותחליף את המתודולוגיה דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים מפברואר 2016. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מפברואר 2020 ותוצאות הערות הציבור מיום 14.05.20, הינכם מופנים לאתר מידרוג. בנוסף התווספה הפניה למתודולוגיית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים". לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור למתודולוגיית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" ממרץ 2020 ותוצאות הערות הציבור מיום 13.05.20, הינכם מופנים לאתר מידרוג. מידרוג תבחן את ההשלכות על הדירוגים הרלוונטיים בחודשים הקרובים.

## תיאור ענף הפעילות

ענף הייזום למגורים מאופיין בתודותיות גבוהה בהכנסות, בריבוי שחקנים ותחרות גבוהה ובצרכי השקעה משמעותיים ברכישת קרקעות לצורך המשך הפעילות. בנוסף, תחום פעילות זה מאופיין בגולציה משמעותית החלה על הענף אשר עלולה להתאפיין בחוסר יציבות, בסביבות פעילות מסוימות. הרגולציה עשויה לחול, בין היתר, הן על צד המימון של גופים העוסקים בייזום למגורים והן ישירות על צד הביקוש או ההיצע. למשל, רגולציה שמטרתה להקטין את היקף החשיפה של הבנקים לתחום הנדל"ן עלולה להתבטא

במגבלה אפשרית על היקף המשכנתאות, או למשל, רגולציה שמטרתה לצמצם את רמות הביקוש כמו חוק מע"מ אפס, מס דירה שלישית ומחיר למשתכן, המשפיעות על היקף העסקאות בענף. להערכתנו, חוסר יציבות רגולטורית גורם לחוסר וודאות בענף הפעילות ומעלה את הסיכון הענפי. בישראל, חברות הפועלות בתחום זה לרוב מממנות את הקמת הפרויקט באמצעות ליווי בנקאי סגור לכל פרויקט בנפרד, כאשר החברה לרוב מזרימה כ- 15%-20% מהיקף ההשקעה כהון עצמי בפרויקט. עם התקדמות הפרויקט, ובהתאם לאבני דרך מוסכמות עם המלווה, לרוב נהוג כי החברה מושכת חזרה עודפים מהפרויקט המשמשים בין היתר, להשקעה בפרויקטים חדשים (עודפים הינם רווח גולמי מהפרויקט והחזר הון עצמי שהושקע ע"י החברה להלן: "עודפי הפרויקט"). לרוב, עם קבלת תקבולים מרוכשים ניתנת למנפיק אפשרות לפרוע את הלוואות הליווי לאורך חיי הפרויקט. עם חתימה על הסכמי רכישה מתקבלות מקדמות מרוכשים בשיעור הנע לרוב בטווח של כ- 15%-20% כאשר בישראל הסכם הרכישה הינו מחייב ועל כן ניתן להתייחס למקדמות כסכומים מובטחים אשר משמשים גם כן לפירעון הלוואות הליווי. סך תקבולי המנפיק מהפרויקט הינם הרווחיות הגולמית והחזר ההון העצמי אשר יכולים לשמש, בין היתר, להשקעה בפרויקטים חדשים. מבנה המימון של חברות העוסקות בייזום למגורים מאופיין לרוב, בשכבת חוב בכיר המובטח בשעבוד ראשון בדרגה על הפרויקט ובשכבת אג"ח או חוב בלתי מובטח אחר המשמשת לצורך הון עצמי לרכישת קרקעות וכהון עצמי בפרויקט היזמי.

כיוון שמתודולוגיה זו חלה על חברות הפועלות בשווקים גאוגרפיים שונים, ייתכן וקיים הבדל משמעותי בגורמים שונים העשויים להיות משמעותיים בפרופיל הסיכון של המנפיק, ביניהם הבדלים ברגולציה, החלה על החברות שעשויה בתורה להשפיע על הניתוח הפיננסי. כך, בדירוג חברות תחת מתודולוגיה זו, ראשית תיבחנה ההשלכות מהשוני ברגולציה. למשל, בארה"ב חוזה המכירה אינו מחייב בהשלמת העסקה אך ייתכן וכי המקדמה ששילם תהווה קנס על הרוכש בגין ביטול העסקה. להבדלים אלה כמומין יהיו גם השלכות על רמת הסיכון וכן על הדיווח החשבונאי ועל כן תידרש התאמה לצורך ההשוואה בין חברות הפועלות בשווקים גאוגרפיים שונים.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 4 קטגוריות עיקריות, בהן 7 פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
<b>סביבת הפעילות</b>	15%	תחום פעילות וסביבה כלכלית	15%	---	15%
				היקף הפעילות	15%
<b>פרופיל עסקי</b>	30%	יציבות הפעילות וותק וניסיון המנפיק	15%	היקף הכנסות מפעילות ייזום	15%
				איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	15%
<b>רווחיות</b>	15%	רווח גולמי	15%	שיעור רווח גולמי יזמי	15%
<b>פרופיל פיננסי</b>	40%	יחס כיסוי	15%	רמת מינוף	15%
				חוב פיננסי / CAP	15%
				EBIT / הוצאות ריבית	15%
		מדיניות פיננסית	10%	---	10%
<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 של הדוח המתודולוגי 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 הבדלים בין חברות הפועלות בתחום פעילות זה ובפרט את יציבות ועמידות הביקוש לדירות למגורים, גם לאורך מחזוריים כלכליים שונים.

בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים לרוב את חוזק ויציבות הכלכלה בה פועל המנפיק, ברמת המדינה ולעיתים אף בהתמקדות באזור פעילות מצומצם יותר, ובהתאם סוג הפרויקטים, לדוגמה אנו מגדירים ייזום בתחום ה- "אולטרה יוקרה" כתחום פעילות מובחן, זאת בהתאם להבדלים ברמות המחירים והביקוש וההיצע הנגרז מהן. להערכת מידרוג, תנאים מאקרו-כלכליים עלולים להשפיע באופן מהותי על ביצועי חברות העוסקות בייזום למגורים שכן תחום פעילות זה מתואם מאוד עם תנאים מקרו כלכליים. למשל, מחזוריות כלכלית וצמיחת התמ"ג משפיעים על היקף העסקאות, רמות הביקוש והמחירים בענף. בנוסף, להערכתנו יש חשיבות גדולה לבחינת מגמות דמוגרפיות שכן הן מהוות רכיב משמעותי בביקוש לדירות למגורים. כך, חברות הפועלות באזורי פעילות המאופיינים בקצב גידול חיובי ועולה של האוכלוסייה ו/או שיעור הגירה חיובי לאורך זמן, לרוב יקבלו ניקוד גבוה יותר במטריצת המידרוג.

בנוסף, בהערכת קטגוריה זו, אנו בוחנים לרוב תחרות וחסמי כניסה בסביבת הפעילות של המנפיק, המתבטאים, בין היתר, בהיצע יח"ד ורמות המחירים. במסגרת קטגוריה זו, אנו עשויים לבחון, בין היתר, את מגמות הביקוש וההיצע ההיסטוריות המתבטאות בעיקר במגמות מחירים וקצב המכירות לאורך זמן, וכן תחזיות לטווח הזמן הקצר והבינוני. להערכתנו המגמות הדמוגרפיות גם הן מהוות אינדיקציה טובה להיקף הביקוש ולמגמות ביקוש עתידיות. הבחינה עשויה להתייחס למשתנים כגון מחיר הדירות, היקף עסקאות, מגמות דמוגרפיות והתחלות בנייה. סביבת פעילות המתאפיינת במחירים עולים ובשיעורי מכירה גבוהים לאורך זמן לצד היצע מוגבל של פרויקטים מתחרים ומגמות דמוגרפיות חיוביות, מקבלת לרוב ניקוד גבוה יותר במטריצת המידרוג.

כמו-כן, להערכתנו בתחום פעילות זו קיימת חשיבות גבוהה לרגולציה שכן תחום פעילות זה מאופיין בקיומה של רגולציה הדוקה שעשויה להשפיע משמעותית על הפעילות העסקית של המנפיק. במסגרת המידרוג נבחנת הרגולציה החלה בסביבת הפעילות של המנפיק ותחומי פעילותו, כאשר רגולציה תנודתית שאינה תומכת בחברות הפועלות בענף הפעילות, עשויה להשפיע לשלילה על המידרוג. לדוגמה, אנו רואים את העדר היציבות הרגולטורית בשוק המידור בישראל כגורם סיכון ענפי.

להערכתנו ענף זה מאופיין בסיכון גבוה יותר ביחס לחברות שפעילותן העיקרית היא בענף הנדל"ן המניב, זאת בעיקר לאור תנודתיות בפעילות ובהכנסות המאפיינות ענף זה. בנוסף, ענף זה לרוב מאופיין ברגולציה הדוקה ומגלם סיכון תפעולי גבוה יותר ביחס לחברות הפועלות בתחום הנדל"ן המניב.

### 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 להיקרות בפניהן בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי מנפיקים אלה יעמדו בהתחייבויות שלהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, מה שעשוי להשתקף במידרוג 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

אנו מעריכים כי פרמטר זה הינו חשוב בדירוג ממספר טעמים. ראשית, היקף פעילות גבוה עשוי לעיתים להעיד, בין היתר, על תלות קטנה יותר בפרויקטים ובנוסף, פרמטר זה עשוי להעיד על מיצוב ומוניטין בתחום הפעילות ביחס לחברות אחרות. בנוסף, להערכת מידרוג, מנפיק בעל היקף פעילות גבוה יותר, יהיה לרוב עמיד יותר בפני תנודות בסביבת הפעילות, ביניהן שינויים בביקוש, שינויים בעלויות וברגולציה. כמו כן, מנפיק המאופיין בהיקפי פעילות גבוהים סביר שיהנה מגישות גבוהה למימון, לעסקאות ולקבלני משנה ובנוסף סביר ונהנה מכוח מיקוח ויתרונות לגודל בתפעול. כאשר כל אלה מאפשרים גמישות נוספת בתקופות של היחלשות השוק. מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר זה על ידי היקף הכנסות המנפיק מפעילות הייזום. נציין כי קיימות חברות רבות להן פעילויות נוספות אשר לעיתים מאופיינת ברמת סיכון שונה מפעילות הייזום. ככל שפעילות זו הינה משמעותית בהיקפה, היא תילקח בחשבון בפרמטרים אחרים במטריצת הדירוג ו/או בשיקולים הנוספים, המפורטים בהמשך.

## יציבות הפעילות וותק וניסיון המנפיק

### יציבות ופיזור הפעילות

במסגרת בחינת יציבות פעילות המנפיק נבחנים בדרך כלל איכות הפרויקטים, המתבטאים לרוב בשיעור המכירה אל מול שיעור הביצוע וכן קצב המכירות של החברה בפרויקטים השונים וביחס לפרויקטים דומים בשוק. להערכתנו, ככל שקצב המכירות איטי יותר רמת הסיכון הגלומה בפרויקט גבוהה יותר והצורך בשימוש בהלוואות ליווי בפרויקט גבוה יותר. בנוסף כחלק מניתוח איכות הפרויקטים נבחן היקף מלאי הדירות שבנייתן הושלמה וטרם נמכרו, כך שככל שרמות המלאי גבוהות יותר ולאורך זמן כך קיים סיכון לירידת שווי המלאי וליכולת להעריך את התזרים הצפוי מהן. בבחינת פרמטר זה יבחנו גם רמות המחירים של הפרויקט ומיקומו כך שפרויקט הפונה לפלח רחב יותר באוכלוסייה, המעיד על רמות ביקוש פוטנציאליות גבוהות, יקבל ניקוד גבוה יותר במטריצה. מיקום הפרויקטים גם הוא חשוב לצורך הערכת הסיכון בפרויקט, כך, ככל שלהערכתנו מיקום הפרויקט הינו באזורי ביקוש יש בכך כדי להפחית את רמת הסיכון בפרויקט. להערכת מידרוג, פרמטר נוסף, החשוב לצורך בחינת יציבות הפעילות הינו צבר הקרקעות של המנפיק ורמת זמינותן וזאת כדי לוודא יכולת המשך פעילות ללא צורך בהשקעות משמעותיות. בפרמטר זה יבחן היקף היחידות בביצוע המאפיין את פעילות המנפיק, זאת בהתאם להיסטוריית הפעילות והאסטרטגיה של המנפיק. בהתאם לכך, ככל שברשות החברה צבר היכול לשמר את פעילותה לזמן רב יותר כך רמת הסיכון נמוכה יותר וחברה זו תקבל ניקוד גבוה יותר במטריצת הדירוג. כך, מנפיק אשר הצבר הקיים יכול לשמש למספר שנות פעילות משמעותי וזאת ללא צרכי השקעה משמעותיים, יקבל ציון גבוה יותר במטריצה.

במסגרת בחינת פיזור וגיוון הפעילות נבחנת בדרך כלל חשיפת המנפיק לפרויקט מסוים ולסביבת פעילות. ככלל, ככל שהמנפיק אינו תלוי במספר מצומצם של פרויקטים ופעילותו מפוזרת על פני מספר כלכלות בעלות מאפיינים תומכים בפעילות החברה, כך אנו מעריכים את הפרופיל העסקי שלו כיציב יותר. פיזור פעילות רחב יותר מבטא בדרך כלל רמת סיכון נמוכה יותר, לאור הקטנת התלות בפרויקטים, ובאזורי פעילות מסוימים.

### וותק וניסיון המנפיק

בנוסף לאמור, ייתכן ויבחן וותק וניסיון המנפיק וההנהלה והיסטוריית פעילותו. אנו מעריכים כי בתחום פעילות זה קיימת חשיבות רבה לוותק וניסיון המנפיק וההנהלה, הבאה לידי ביטוי במספר שנות הפעילות, תוך שימת דגש על מספר הפרויקטים ועל מורכבות הפרויקטים אותם יזם. כך שהיסטוריית פעילות קצרה, עלולה להשפיע על תחזיותינו לשלילה בנוגע ליציבות הפעילות.

ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני יציבות הפעילות וותק וניסיון 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 גבוהה יחסית על ניקוד הפרמטר. לדוגמא, מנפיק אשר מאופיין בפיזור פעילות נמוך אשר משפיע לשלילה על הפרמטר, אך מנגד מדובר בפרויקטים

איכותיים הפונים לפלח שוק רחב המאופיינים בקצב מכירות גבוה ביחס לביצוע. במקרה כזה ייתכן וינתן משקל גבוה לאיכות הפרויקט לשם קביעת הניקוד לפרמטר זה במטריצת הדירוג.

## רווחיות

רווחיות הינה מדד חשוב לבחינת אפקטיביות הניהול ויכולת הניהול להוביל לצמיחת החברה, זאת לצד מידת הצלחת המודל העסקי ביצירת עודפים מההשקעה. פרמטר זה הינו משמעותי, היות ועודפים אלה משמשים כחלק מהמקורות להשקעה בפרויקטים נוספים ומעידים גם על טיב הניהול ויעילותו התפעולית של המנפיק. בנוסף, מהווה הרווחיות "כרית" לספינת הפסדים בלתי צפויים ותנדטיות בפעילות. הרווחיות מושפעת, בין היתר, ממאפייני הפרויקטים, מיתרון לגודל של החברה בפעילותה ומיכולת לספק ערך מוסף כגון הגדלת זכויות בנייה במלאי קרקעות קיים ועתידי.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את שיעור הרווח הגולמי מפעילות יזמית בלבד, כלומר, שיעור רווחיות מייצג מפרויקטים בביצוע: שיעור הרווח הגולמי מחושב כיחס בין היקף הרווח הגולמי ביחס לסך ההכנסות ממכירת דירות. בפרמטר זה ננסה להעריך מהו שיעור הרווחיות הגולמית המייצג של החברה, על כן, הרווחיות הגולמית נבחנת הן בפרויקטים בביצוע, הן ביחס לפרויקטים בתכנון מתקדם והן ביחס לפרויקטים שהסתיימו, ובהתאם לדוחות הכספיים של המנפיק. נציין, כי לאור אי הוודאות בנוגע לשיעורי הרווחיות העתידיים מפרויקטים בביצוע, שכן מדובר לרוב בהערכות החברה שהן מידע צופה פני עתיד וחשוף לשינויים בין היתר בצד ההוצאות, ניתנת חשיבות לבחינת הרווחיות בהתאם לדוחות הכספיים ולאורך זמן, זאת בנוסף, לתרחישי הרגישות. נדגיש כי, נבחנת יציבות הרווחיות הגולמית של החברה ויכולתה לשמור על שיעורי רווחיות גבוהים לאורך זמן. ככלל בדירוג יילקח בחשבון שיעור רווחיות אשר להערכתנו מייצג את הרווחיות בחברה לאורך זמן. על כן, נעשה הבחנה, למשל, בין רווחיות הנובעת מפיתוח קרקעות היסטוריות שאינן מעידות בהכרח על רווחיות עתידית או מרווחיות אשר להערכתנו אינה מייצגת. בפרט, ככל ונראה שינוי אסטרטגיה כדוגמת כניסה לפרויקטים המתאפיינים בשולי רווח צרים יותר כגון פרויקטים במסגרת המחיר למשתכן ינתן משקל רב יותר לרווחיות העתידית הצפויה מפרויקטים אלה. לצורך מדידת הרווח הגולמי מהדוחות הכספיים, היקף הרווח הגולמי ייבחן על ידי נטרול הוצאות מימון אשר הונו לעלות המלאי ונזקפו לעלות המכר בתקופת הדוח הכספי לצורך יצירת נכס כשיר להשוואה מיטבית בין חברות אשר מטפלות באופן שונה בהיוון עלויות אשראי. במידה ובדוחות הכספיים של מנפיק לא תצוין הריבית אשר הוונה למלאי ונזקפה לעלות המכר בתקופת הדוח הכספי, תחליף מידרוג את הוצאות הריבית שנזקפו לעלות המכר בתקופת הדוח להוצאות הריבית שהונו לעלויות המלאי.

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 מסיימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי".

## פרופיל פיננסי

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רמת מינוף (2) יחסי כיסוי (3) מדיניות 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 פעילותו בעת שינויים כלכליים ועסקיים. בדרך כלל, רמת המינוף של מנפיק מושפעת בעיקרה ממדיניות פיננסית. בהתאם, בבחינת רמת המינוף של המנפיק לאורך זמן, נמדדת 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 ורכיבו של יחס זה ייבחנו נטו מיתרות נזילות.

CAP הינו סכום הרכיבים הבאים: חוב פיננסי, הון עצמי וזכויות מיעוט (לרבות התאמות רלוונטיות) והתחייבויות לזמן ארוך למיסים נדחים.

### יחסי כסיו

פרמטר זה מעיד על יכולת המנפיק לייצר תזרים מזומנים מפעילותו לצורך שירות הוצאות הריבית. ככל שהמנפיק מייצר תזרים גבוה ביחס לחוב, כך גם מתחזקת יכולתו להתמודד עם שינויים כלכליים ועסקיים בסביבת פעילותו, ועם חשיפתו למגמות שליליות המשפיעות על יכולתו למחזור 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 להוצאות הריבית.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחס הבא:

- EBIT / הוצאות ריבית - המונה הינו היקף ה-EBIT (Earning before interest & tax - רווח תפעולי) + ריבית שהוונה למלאי ונזקפת לעלות המכר בתקופת הדוח, והמכנה הינו סך הוצאות הריבית + ריבית שהוונה למלאי. כאשר יחס גבוה יותר מבטא יכולת כסיו מהירה יותר. במידה ובדוחות הכספיים של מנפיק לא תצוין הריבית אשר הוונה למלאי ונזקפה לעלות המכר בתקופת הדוח הכספי, תחליף מידרוג את הוצאות הריבית שנזקפו לעלות המכר בתקופת הדוח להוצאות הריבית שהונו לעלויות המלאי. לרוב, למנפיק בצמיחה, עלויות המימון שמהוונות למלאי יהיו גבוהות מאשר עלויות המימון המהוונות לעלות המכר, אך השניים צריכים בטווח הארוך להתכנס.

### מדיניות פיננסית

אנו מעריכים כי בחברות הפועלות בתחום פעילות זה קיימת חשיבות גבוהה למדיניות הפיננסית לאור אופייה התנדוטי של הפעילות. בפרט, אנו בוחנים את מדיניות החברה בנושא הנזילות, מינוף, חלוקת דיבידנדים והשקעה. כפי שציינו קודם, תחום פעילות זה מאופיין בצרכי השקעה גבוהים בקרקעות והשקעת הון עצמי עם הכניסה לפרויקט חדש, כאשר העודפים מפרויקטים שמסתיימים מהווים חלק משמעותי ממקורות החברה. בנוסף לכך, העודפים מפרויקטים משמשים כמקור לפירעון הלוואות הליווי ופירעון האג"ח. לכן, קיימת חשיבות לעיתוי סיום הפרויקטים, לקצב המכירות ולניהול תזרים החברה. מנפיקים בעלי אסטרטגיית צמיחה אגרסיבית המבוססת על גיוסי חוב לשם השקעות עלולים להתאפיין במינוף גבוה, והעדר נזילות בתקופות מסוימות. בנוסף, חברות המאופיינות במיעוט פרויקטים והעדר אסטרטגיית השקעה ארוכת טווח עשויות להיקלע למצוקה תזרימית, בפרט כאשר קיים עיכוב בפרויקט או האטה בקצב המכירות.

על-פי גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית, כדוגמת רמת המינוף ומדיניות הנזילות, נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. פרמטר המדיניות הפיננסית נועד גם להעריך את מידת האיזון שבה נוקטת הנהלת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב ואת מידת השמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות, רכישות ממונפות וניהול סיכונים באופן כללי.

פרמטר המדיניות הפיננסית מוערך על ידינו באופן איכותני, בעיקר בהתבסס על ניתוח מאפייני הפעולה של החברה והנהלתה לאורך השנים האחרונות (טרק רקורד), ולפי תתי הפרמטרים העיקריים, כדלקמן:

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

- **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.
- **ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, חשיפה לריבית וחשיפה והשקעות בניירות ערך.
- **מידת הנראות והיציבות של המדיניות הפיננסית** - בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. אנו מקנים יתרון לחברות בעלות מדיניות פיננסית שקופה, ובפרט כאשר זו מבטאת מחויבות ערכית לשמירת רמת דירוג גבוהה של המנפיק. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג.



## שיקולים נוספים

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

- **פרמטרים פיננסיים נוספים** - בדירוג חברות הפועלות בתחום פעילות זה אנו בוחנים בעיקר את הפרמטרים ותתי הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. יחד עם זאת, ייתכן, ובחברות מסוימות נמצא לנכון לקחת בחשבון פרמטרים נוספים בפרט כאשר הם בולטים לחיוב או לשלילה ביחס לקבוצת השוואה. לדוגמה, ייתכן ובמקרים מסוימים, בהם היקף ההון העצמי של המנפיק נמוך במיוחד ביחס לקבוצת השוואה, יינתן לכך משקל נוסף בדירוג.
- **מודל הכנסות המנפיק** - מנפיקים רבים עוסקים במספר תחומי פעילות ביניהם תחומי פעילות המאופיינים בתזרים יציב מהנכסים המניבים ומנגד ביחסי כיסוי איטיים יותר, כמו לדוגמה בתחום הנדל"ן המניב. לחילופין, קיימים מנפיקים העוסקים גם בתחום הביצוע/הקבלנות, תחום שלהערכתנו מאופיין בסיכון ענפי גבוה יותר הנובע מתנודתיות גבוהה בפעילות ובתזרים, סיכון תפעולי גבוה ושיעורי רווחיות נמוכים ביחס לייזום. במקרים אלה, ככל שהיקף הכנסות מפעילות זה הינו משמעותי, ייתכן ויינתן משקל בדירוג גם לפעילות זו, בהתאם לאופי הפעילות, הסיכונים הגלומים בה ותוצאות פעילות החברה בתחום פעילות זה ביחס לחברות בקבוצת השוואה לרבות פרמטרים פיננסיים מהותיים המושפעים מהפעילויות השונות.
- **שיעורי החזקה ושליטה בפרויקטים** - מידרוג בוחנת את אופן החזקה ושיעורי החזקה בפרויקטים, ובפרט את רמת ההשפעה של המנפיק על קבלת החלטות המהותיות בנוגע להם. להערכת מידרוג, חוסר יכולת קבלת החלטות מהותיות בנוגע לפרויקטים, לרבות רכישות, מימושים ומימון, מעיד על גמישות עסקית ופיננסית מוגבלת, ופוגע בכושר החזר האשראי של המנפיק.
- **נזילות** - פרמטר זה הינו קריטי לדירוגי אשראי, אולם הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת השוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים. בחינת הנזילות של החברה תיבחן לרוב באמצעות יחס מקורות לשימושים אשר מבטא את יכולת החברה להתמודד עם התחייבויותיה השוטפות.
- **איכות ההנהלה** - ניסיון ההנהלה הינו שיקול בדירוג האשראי של החברה, כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והחברה נבחנת גם בהיבטים של שקיפות, תלות באנשי מפתח, יכולתה לתכנן ולהוציא לפועל תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution risk).
- **אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בין היתר בהתייחס למדיניות התרחבות וכניסה לשווקים חדשים. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניותיה לעתיד.
- **בעלי מניות** - אנו עשויים לבחון את השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה באמצעות בחינת מבנה השליטה בחברה ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והממשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו.
- **אירוע סיכון (Event risk)** - אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטורים ושינויים במבנה ההון של החברה.

- גמישות פיננסית** - מידרוג לרוב תבחן את עמידת המנפיק באמות המידה הפיננסיות השונות. אי עמידה באמות מידה או, קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, בין אם תהווה עילה לפירעון מיידי ובין אם תביא לסנקציה אחרת, עלולה להשפיע לשלילה על דירוג המנפיק ותקבל ביטוי שלילי בשיקולים נוספים. מנגד, אנו עשויים לבחון באופן חיובי את יכולתם של מנפיקים לייצר נזילות על ידי נטילת הלוואות בגין נכסים לא משועבדים ו/או מימוש נכסים אלו. כחלק מבחינת הגמישות הפיננסית של המנפיק מידרוג בוחנת גם את מועד פירעון הלוואות והאמורטיזציה של הלוואות תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה לאורך זמן. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש העולה מעומס פירעונות בשנים מסוימות. נציין כי, קיימים מנפיקים המשעבדים את העודפים בפרויקט לצורך תשלום קרן האג"ח, כאשר לוח הסילוקין לרוב מאופיין בתשלום קרן משמעותי. ייתכן ועבור מנפיקים אלה, וכתלות בהתקדמות הפרויקט בהיבט של שיעור ביצוע ומכירות, קיומם של שעבדים אלה ממתן את סיכון המימון מחדש.
- שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי" להלן.
- סיכון סביבת הפעילות** - מידרוג בוחנת את הסיכונים הנובעים משינויים בסביבה המאקרו כלכלית, העסקית, הרגולטורית, הטכנולוגית והמשפטית ואת השפעתם על הסיכון הענפי. במידה ולהערכת מידרוג הסיכון אינו משתקף במלואו בתחזית הפיננסית ובציוני המטריצה, מידרוג עשויה לבצע התאמות נוספות לדירוג.
- סיכון מדינת הפעילות** - במקרים מסוימים, יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי וודאות ו/או חוסר יציבות גבוה, שיש בהן כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - אנו בוחנים 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. אנו נבחן את היסטוריית התמיכה בחברה, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.
- תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
- אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הזכרנו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו. במסגרת השיקולים האחרים אנו עשויים לבחון גם שיקולים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת סטנדרטיים 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>1</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 הייזום למגורים 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 שוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים ושינויים 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.

המשקולות 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>1</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 בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

### דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

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

**תאריך הדוח: 14.05.2020**

## 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. עם זאת, כאשר קיימות השקעות מהותיות (מבחינה כמותית או איכותית) המטופלות בהתאם לשיטת השווי המאזני (אקוויטי), יתכן ומידרוג תיקח בחשבון גם את חלקו היחסי של המנפיק בחוב הפיננסי מאותן השקעות, כנגד גידול מקביל בנכסים. בהתאם, יתכן ויבצעו גם התאמות להיקף התזרים.

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".

נספח 1.2 - מטריצת הדירוג לענף נדל"ן ייזום למגורים

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aa.il ומעלה	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
<b>סביבת הפעילות</b>	תחום פעילות וסביבה כלכלית		15%	סביבת פעילות כלכלית יוצאת דופן בחזקתה, עם תחזית והיסטוריית צמיחה חזקה ויציבה במיוחד, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה ביותר לאורך זמן; מגמות דמוגרפיות חיוביות לאורך זמן עם קצב גידול חיובי ועולה של האוכלוסייה עם עוגני תעסוקה המעודדים הגירה חיובית; מגמת ביקוש גבוהה ביותר לאורך זמן וללא השפעה מהותית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) משמעותי של פרויקטים מתחרים בסביבת הפעילות, או הצפוי להיכנס לאור עלות גבוהה של קרקעות או העדר קרקעות פנויות המתבטאים, בין היתר, במגמות עלייה עקבית ורציפה במחירים וקצב מכירות גבוה לאורך זמן; שוק שקוף ונזיל במידה טובה מאוד; רגולציה יציבה ושקופה מאוד	סביבת פעילות כלכלית בולטת בחזקתה, תחזית והיסטוריית צמיחה חזקה ויציבה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה מאוד לאורך זמן; מגמות דמוגרפיות חיוביות לאורך זמן עם קצב גידול חיובי ועולה של האוכלוסייה עם עוגני תעסוקה המעודדים הגירה חיובית; מגמת ביקוש גבוהה מאוד לאורך זמן והתאוששות מהירה מאוד לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) ללא היצע משמעותי של פרויקטים מתחרים בסביבת הפעילות, בין היתר, במגמות עלייה עקבית ורציפה במחירים וקצב מכירות גבוה לאורך זמן; שוק שקוף ונזיל במידה טובה מאוד; רגולציה יציבה ושקופה מאוד	סביבת פעילות כלכלית חזקה בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה לאורך זמן מגמות דמוגרפיות חיוביות לאורך זמן עם קצב גידול חיובי ועולה של האוכלוסייה; מגמת ביקוש גבוהה לאורך זמן והתאוששות מהירה לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן ללא היצע משמעותי של פרויקטים מתחרים בסביבת הפעילות, המתבטאת, בין היתר, במחירים וקצב מכירות גבוהים, העשויה להשפיע לרעה על הפעילות העסקית, סיכון רגולטורי בינוני-גבוה העלול להשפיע על רמות הביקוש וקצב המכירה	סביבת פעילות כלכלית בינונית-חלשה, בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה-מתונה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית בינונית-גבוהה לאורך זמן מגמות דמוגרפיות יציבות/שליליות לאורך זמן; מגמת ביקוש בינונית לאורך זמן והתאוששות איטית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, ביציבות או בירידה במחירי יח"ד וקצב מכירות בינוני לאורך זמן; שוק נזיל ושקוף במידה בינונית; רגולציה תגודתית ובעלת שקיפות מוגבלת לאורך השנים, העשויה להשפיע לרעה על הפעילות העסקית, סיכון רגולטורי בינוני-גבוה העלול להשפיע על רמות הביקוש וקצב המכירה

**סביבת הפעילות**

תחום פעילות וסביבה כלכלית

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
	היקף הפעילות	היקף הכנסות מפעילות ייזום (מ' ש"ח)	15%	≥1.5	0.8-1.5	0.5-0.8	0.2-0.5	≤ 0.2
פרופיל עסקי	יציבות הפעילות וותק וניסיון המנפיק	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	15%	פרויקטים באיכות מצוינת המתבטאת בשיעורי מכירה גבוהים משמעותית מול שיעור ביצוע לאורך זמן; פרויקטים מגוונים מאוד הפונים לפלח רחב באוכלוסייה; מיקומים מרכזיים ביותר בערים מרכזיות, בעלי מיקום גאוגרפי אידיאלי; פיזור פעילות מצוין (פיזור פרויקטים וגאוגרפי); מנפיק והנהלה בעלי ניסיון וותק רב מאוד לאורך מספר מחזורי פעילות עם טרק רקורד מצוין ללא אירוע כשל עם ניסיון גבוה מאוד בתחום הפעילות ובפרט ניסיון מורכבים; טרק רקורד במספר גבוה מאוד של פרויקטים; צבר קרקעות גבוה ללא צורך בהשקעה בקרקעות להמשך פעילות	פרויקטים באיכות גבוהה המתבטאת בשיעורי מכירה גבוהים מול שיעור ביצוע לאורך זמן, פרויקטים מגוונים הפונים לפלח רחב באוכלוסייה; מיקומים בערים מרכזיות; פיזור פרויקטים וגאוגרפי; ניסיון וותק עם טרק רקורד טוב מאוד ללא אירוע כשל עם ניסיון גבוה בתחום הפעילות; טרק רקורד במספר גבוה של פרויקטים ומספר גבוה של יח"ד; צבר קרקעות גבוה ללא צורך בהשקעה בקרקעות להמשך פעילות	פרויקטים באיכות גבוהה המתבטאת בשיעורי מכירה גבוהים מול שיעור ביצוע לאורך זמן, פרויקטים מגוונים הפונים לפלח רחב באוכלוסייה; מיקומים בערים מרכזיות; פיזור פרויקטים וגאוגרפי; מנפיק והנהלה בעלי ניסיון וותק עם טרק רקורד טוב מאוד ללא אירוע כשל עם ניסיון גבוה בתחום הפעילות; טרק רקורד במספר גבוה של פרויקטים ומספר גבוה של יח"ד; צבר קרקעות גבוה ללא צורך בהשקעה בקרקעות להמשך פעילות	פרויקטים באיכות בינונית המתבטאת בשיעורי מכירה דומים לשיעור ביצוע לאורך זמן, או פרויקטים הפונים לפלח מסוים באוכלוסייה; מיקומים מרכזיות; פיזור פעילות בינוני (פיזור פרויקטים וגאוגרפי); מנפיק והנהלה ללא וותק וניסיון משמעותי ו/או ללא ניסיון בתקופות משבר כלכלי או סייקל בנדל"ן; טרק רקורד במספר מוגבל של פרויקטים ובפרט מספר מוגבל של יח"ד, ללא ניסיון משמעותי בפרויקטים מורכבים; צבר קרקעות נמוך, נדרשת השקעה בקרקעות לצורך המשך פעילות	פרויקטים באיכות נמוכה המתבטאת בשיעורי מכירה נמוכים מול שיעור ביצוע לאורך זמן, או פרויקטים הפונים לפלח מסוים באוכלוסייה; מיקומים פריפריאליים; פיזור פעילות חלש (פיזור פרויקטים וגאוגרפי); מנפיק והנהלה ללא וותק וניסיון משמעותי ו/או ללא ניסיון בתקופות משבר כלכלי או סייקל בנדל"ן; טרק רקורד במספר מוגבל של פרויקטים ובפרט מספר מוגבל של יח"ד, ללא ניסיון משמעותי בפרויקטים מורכבים; צבר קרקעות נמוך מאוד, נדרשת השקעה משמעותית בקרקעות לצורך המשך פעילות

\* 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.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
<b>רווחיות</b>	רווח גולמי	שיעור רווח גולמי יזמי	15%	≥45%	27%-45%	20%-27%	13%-20%	≤ 13%
	רמת מינוף	חוב פיננסי / CAP	15%	≤ 30%	50%-30%	65%-50%	80%-65%	≥ 80%
	יחס כיסוי	EBIT / הוצאות ריבית	15%	≥ 10	6-10	3-6	1-3	≤ 1
<b>פרופיל פיננסי</b>	מדיניות פיננסית		10%	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מידת הסיכון לאירוע (risk event) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק מאוד לאורך זמן.	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מידת הסיכון לאירוע (risk event) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק לאורך זמן.	המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חזיון במידה טובה/במידה בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות; מדיניות החלוקה יכול ובה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה; התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה/בינונית; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית.	המדיניות הפיננסית של החברה נטתה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין. החברה.	המדיניות הפיננסית של החברה נטתה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה.

\* 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.



© 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 ביועץ 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 מוכח 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>