

דירוג מימון פרויקטים

דוח מתודולוגי | פברואר 2024

אנשי קשר:

נועם דרורי

אנליסט

noam.d@midroog.co.il

תומר דר

ראש צוות

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים בעסקאות מימון פרויקטים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף זה.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חובות במבנה של מימון פרויקטלי (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של חברות אלו ולסכם את הפרמטרים העיקריים, שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגי חברות פרויקטים. 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 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.

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) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג; (7) מגבלות; (8) דוחות קשורים; (9) נספח. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חובות המונפקים על ידי חברות פרויקטים ייעודיות, אשר ממומנות בחוב, לרוב ללא זכות חזרה לבעלים (Non Recourse), ואשר תחום פעילותן העיקרי מוגבל, ברוב הפעמים, לפעילות עיקרית אחת. חברות הפרויקט המדורגות תחת מתודולוגיה זו כוללות מגוון רחב של נכסי בסיס, ובכללם: מתקני התפלה, מאגרי גז, אגירה שאובה, תשתיות תקשורת, כבישים, רכבות, מבני ציבור, קריות צבאיות, מעונות סטודנטים, פרויקטי דיור להשכרה ועוד. בד בבד, מתודולוגיה זו חלה גם על חובות המונפקים על ידי ישויות מחוץ לחברת הפרויקט¹, במקרים אלו ייבחנו המאפיינים המבניים והמשפטיים של מסמכי ההלוואה והמנגנונים השונים המוסדרים בהם לצורך הסדרת זכויותיו של החוב בפרויקט וכן מאפייניו הפרויקטליים כמתואר מטה.

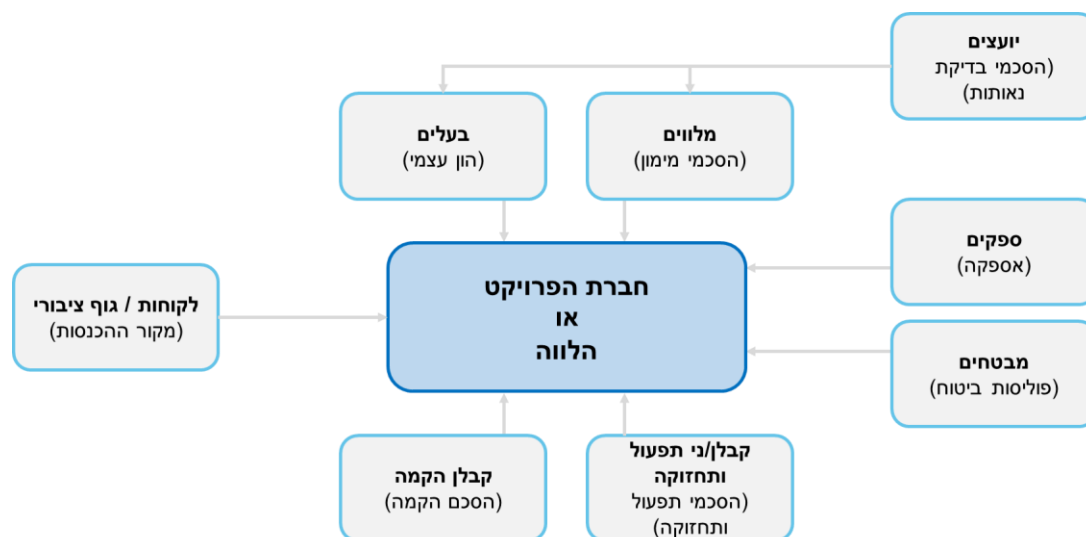
מתודולוגיה זו לא חלה על פרויקטים אשר מדורגים תחת מתודולוגיות ייעודיות אחרות, לדוגמא: דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות.

המתודולוגיה תחול על דירוגי מימון פרויקטים הנכללים במתודולוגיה זו, כמתואר לעיל, וזאת החל מיום 15.02.2024 ותחליף את המתודולוגיה לדירוג מימון הקמה ותפעול של פרויקטים ותשתיות מחודש פברואר 2018. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מיום 01.01.2024 ובתוצאות הערות הציבור מיום 15.02.2024 הינכם מופנים לאתר מידרוג.

¹ בין אם באחזקה מלאה בפרויקט, אחזקה שליטה או אחזקת מיעוט. חברות אחזקה יכולות להחזיק במספר רב או מועט של אחזקות בפרויקטים, לרבות אחזקה בפרויקט בודד.

תיאור ענף הפעילות

המימון הפרויקטלי יתבצע לרוב באמצעות הקמת חברה ייעודית והנפקת חוב ללא זכות חזרה לבעלים (Non-Recourse). במימון מעין זה, קיימת הקצאה חוזית של הסיכונים הפרויקטליים והמימוניים לצדדים השונים לפרויקט, אשר להם היכולת לנהל את הסיכונים בצורה הטובה והיעילה ביותר. חוזים אלו מאפשרים חלוקת סיכונים מוגדרת מראש בין הצדדים המעורבים בפרויקט. בתרשים להלן, מפורט מבנה גנרי של מימון פרויקטלי:



למימון תשתיות באמצעות חוב פרויקטלי ישנו מספר מאפיינים השונים ממימון תשתיות באמצעות חוב תאגידי: (1) הפרויקט ממומן ומבוצע באמצעות חברה ייעודית, אשר הינה ישות נפרדת, המוגבלת לפעילות מוגדרת, וחלות עליה הגבלות על כניסה לפעילויות חדשות, מכירת נכסים, השקעות ורכישות; (2) הפרויקט מבוסס חוזה, רישיון או זיכיון, המעניק לפרויקט את הזכות להנות מהכנסות הפרויקט בתמורה לתפעול ותחזוקה (ופעמים רבות גם הקמה) של נכס מסוים בתקופת זמן מוגבלת; (3) הפרויקט מבוסס חוזים שונים להקמה, אספקה, הפעלה, אחזקה ועוד. חוזים אלו מאפשרים חלוקת סיכונים מוגדרת מראש בין הצדדים המעורבים בפרויקט; (4) פעמים רבות תזרים המזומנים של הפרויקט יתבסס על נכס או מוצר יחיד (Single Asset); (5) בחלק מן המקרים קיים סיכון הקמה ו/או התנעה (Rump-Up) בתחילת חיי הפרויקט, ולאחריו נדרשות השקעות תחזוקה שוטפות, במטרה לשמור על תקינות הנכס ולעמוד ביעדי הביצוע והזמינות הנדרשים; (6) מינוף גבוה הנסמך על תזרים מזומנים צפוי, בעל וודאות גבוהה יחסית, מבוסס חוזה סגור וכולל הגנות שונות. לרוב החוב יפרע על פני תקופת זמן ארוכה, לאורך חיי הפרויקט, כאשר תוספת חוב מותנית בעמידה במבחנים שונים, זאת בין היתר, בשל המינוף הגבוה מראש; (7) החוב המונפק הינו ללא זכות חזרה לבעלים (Non-Recourse), כאשר בתקופת ההקמה לרוב יילקח חוב לזמן קצר, שאינו נפרע באופן שוטף ואשר יומר לחוב לזמן ארוך, עם תחילת הפעלת הפרויקט; (8) הגנות מובנות עבור המממנים, בכללם: חבילת בטוחות ושעבודים הכוללת את החוזים העיקריים בפרויקט, נכסים, חשבונות הכנסות ועודפים; חובות דיווח למממנים; הגבלות לשחרור דיבידנדים; אמות מידה פיננסיות; מפל תשלומים מוגדר; חשבונות מבוקרים והגבלת שימוש בכספים; מגבלה על החלפת בעלות ואפשרות לתפיסת הבעלות בפרויקט וניהולו על ידי המדינה או המממנים (Step In); מנגנוני האצה; קרנות ביטחון שונות המעניקות נזילות נוספת לפרויקט (לדוגמא, קרן לשירות חוב, קרן תחזוקה כבדה) ועוד; (9) מדיניות גידור תואמת חשיפות, כולל חשיפות ריבית, מטבעות או חשיפות למחירי סחורות, זאת כאשר החוזים אינם מעבירים סיכונים אלו לצדדים אחרים; (10) מערך ביטוחים המכסה את כלל הסיכונים האופייניים לפרויקט.

המנפיקים השונים ניצבים על רצף בין הגדרת המימון הפרויקטלי להגדרת המימון התאגידי, ונבדלים זה מזה, בין היתר, במאפייני המימון הספציפיים להם. אנו מצפים כי חוב פרויקטלי יכלול חלק מן המאפיינים המפורטים לעיל, אך לא בהכרח את כולם. המאפיינים

העיקריים כוללים מגבלות משמעותיות על הפעילות העסקית ועל ההשקעות בפרויקט, על הנפקת חוב נוסף ועל חלוקות דיבידנד. ללא מאפיינים אלו, אנו צפויים, כמעט בכל המקרים, לדרג את החוב תחת מתודולוגיה תאגידית.

הפרויקטים השונים מדורגים על פני טווח רחב של דירוגים. פרויקטים בעלי דירוג גבוה יתבססו פעמים רבות על חוזים ארוכי טווח מול לקוחות וספקים בעלי איכות אשראי גבוהה, באופן שיחזק את וודאות תזרים המזומנים ואת העמדה התחרותית שלהם (לדוגמא פרויקטים מבוססי תשלומי זמינות, המשולמים על ידי המדינה). מנגד, פרויקטים בדירוג נמוך עלולים להימצא בסביבה תחרותית/ כלכלית חלשה (פעמים רבות בשל היעדר חוזים / חוזים חלשים), לסבול מאי וודאות לגבי תזרים המזומנים הצפוי (אשר עלולה להיגרם בשל חשיפה למחיר השוק או אי-התאמה בין ההכנסות להוצאות), להשתמש בטכנולוגיות ללא היסטוריה תפעולית מספקת או להימצא בחשיפה לבעלי עניין חלשים.

פרמטרים עיקריים

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות בהן 7 פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל
פרופיל עסקי	50%	מיצוב עסקי	25%
		יכולת חיזוי תזרים המזומנים נטו	25%
סיכון תפעולי	20%	טכנולוגיה ותפעול	5%
		השקעות הון	5%
		היסטוריה תפעולית	5%
		ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל	5%
		DSCR ²	30%
יחסי כיסוי	30%		
סה"כ	100%		100%

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.

** לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת הדירוג ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.

*** מטריצת הדירוג אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי הדירוג. להסבר ראו להלן בסעיפים: "שיקולים נוספים" ו"מגבלות".

פירוט הפרמטרים העיקריים

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם לכושר החזר האשראי. בפרמטרים הכוללים קטגוריות איכותיות, ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני הסיכון של מנפיק מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר.

² Debt Service Cover Ratio - יחס כיסוי לשירות החוב

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי הינו המניע המרכזי ליציבות וודאות התזרים העתידי, אשר משפיע על כושר החזר החוב לאורך חיי הפרויקט. בנוסף, הפרופיל העסקי תומך בוודאות תרחיש הבסיס בפרויקט וכן עשוי להשפיע על מגוון תרחישי הרגישות שייבחנו. בפרט, איכות האשראי, לאורך תקופת החוב, נסמכת באופן מהותי על חוזקו ויציבותו של המיצוב העסקי, וכן על חשיפת תזרימי המזומנים בפרויקט לסיכוני ביקוש ומחיר. בהתאם, הבדלים ביכולת חיזוי תזרימי המזומנים בין פרויקטים עשויים להביא לדירוגים שונים, גם אם בטווח הזמן הקצר לפרויקטים אלו יחסי כיסוי דומים. נציין, כי לפרויקטים רבים יכולת מוגבלת ליצור הכנסות נוספות, על מנת לקזז עלייה בהוצאות או הוצאות שאינן צפויות, דבר הנובע לרוב בשל מגבלות על היקף הפעילות, מגבלות חוזיות אחרות, או חוסר יכולת להעלות מחירים ללא החלשת המיצוב העסקי (לדוגמא, העלאת מחירים שתגרום לאובדן לקוחות). אנו בוחנים את הפרופיל העסקי של הפרויקט באמצעות שני תתי-פרמטרים: מיצוב עסקי ויכולת חיזוי תזרימי המזומנים נטו.

מיצוב עסקי

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותנית של הסביבה התחרותית בה פועל הפרויקט, ומידת התחרותיות של הפרויקט ביחס לסביבה זו. נציין, כי התחרות אינה מוגבלת רק לתחרות הנובעת מנכסים דומים, אלא עשויה לנבוע מכלל הנכסים העונים לצורך דומה. פרויקטים הפועלים כמונופול או אשר חולשים על נתח שוק גדול, בעלי חסמי כניסה משמעותיים, לרוב יעמדו בפני לחצים תחרותיים נמוכים יותר ויוכלו לנהל את רמות המחירים. חסמי כניסה אלו כוללים, בין היתר, רישיונות / זיכיונות, עלויות הון מהותיות, ידע ייחודי, נכס או טכנולוגיות ייחודיות, אשר מפחיתים את הסיכון לכניסת מתחרים. חיוניות המוצר / השירות ללקוח, מהווה גם היא שיקול מהותי בבנייתו שלנו לביקוש ארוך הטווח של פרויקט. בהתאם, ככל שחיוניות המוצר ללקוח גוברת, נצפה לראות ביקוש יציב יותר ותנודתיות תזרימי נמוכה יותר לאורך המחזורים הכלכליים, דבר אשר צפוי לחזק את ניקוד הפרמטר.

יכולת חיזוי תזרימי המזומנים נטו

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותנית של יכולת חיזוי כלל תזרימי המזומנים נטו העתידי בפרויקט, ובכלל זה, השפעות אופציונאליות של הביקוש העתידי, כמויות, מחירים וסיכוני עלויות, על התזרימי העתידי נטו לאורך חיי החוב. תזרימי המזומנים נטו, מורכב מהכנסות בניכוי עלויות תפעול, תחזוקה ועלויות הון (Capex). במסגרת האנליזה, אנו נשקול לרוב את הסיכון לאי התאמות בין ההכנסות להוצאות לאורך חיי החוב, תוך שימת דגש על סוג החוזה אל מול הלקוחות (חוזה לכל תקופת החוב, חוזים קצרים והעדר חוזים - מחירי SPOT), את אופי ההכנסות (הכנסות מפעילות או הכנסות זמינות), רמת התלות בלקוח מהותי ואיכות האשראי שלו, פיזור הלקוחות והיכולת לעבור מלקוח קיים ללקוח חדש, במידת הצורך. בד בבד, ייתכן ונבחן את היחס בין היקף ההכנסות הקבועות והמשתנות והאם קיימות הגנות כלשהן להכנסות החוזיות.

פרויקט בעל חוזה ארוך וחזק מול לקוח איכותי, המאפשר לייצר הכנסות מספקות לכיסוי כלל העלויות, ללא תלות בביצועי הפרויקט, לרוב ייהנה מציון טוב יותר בסעיף זה, ביחס לפרויקט בעל חשיפה ישירה לביקושי לקוחות וסיכוני גבייה. עם זאת, להערכתנו, לעיתים היסטוריה ארוכה ויציבה של הכנסות וביקושים עשויה למתן את החשיפה הנוצרת מהיקף תזרימי חוזיים מוגבל מכלל ההכנסות הצפויות.

במסגרת הערכת וודאות תזרימי המזומנים אנו נבחן לרוב את התנודתיות הצפויה של התזרימי ויחסי הכיסוי לאורך חיי החוב. חוזה אשר מסתיים טרם פירעון מלא של החוב עלול להגביר את אי הוודאות והתנודתיות הצפויה של התזרימי ולפגוע בניקוד פרמטר זה. כאשר תזרימי המזומנים החזוי מורכב מתזרימיים המאופיינים ברמות וודאות שונות, אנו עשויים לבחון את היקף החוב שצפוי להיפרע באמצעות התזרימיים הוודאיים בלבד, וכיצד תנודתיות בתזרימיים המאופיינים בוודאות נמוכה יותר, עלולה להשפיע על יכולת שירות החוב בפרויקט.

נציין, כי בעוד המיצוב העסקי ויכולת חיזוי תזרימי המזומנים עשויים להיות קשורים זה בזה, ישנם פרויקטים בהם פרמטרים אלו ינוקדו באופן שונה. לדוגמא, פרויקט עשוי להיות חשוף לתחרות רחבה ולמיצוב עסקי מתחת לממוצע, אך במקביל, להנות מוודאות תזרימי

מזומנים גבוהה, וזאת בזכות חוזה איכותי מול לקוח. מנגד, פרויקט בעל תחרות מוגבלת עלול להיות חשוף לסיכונים ביקוש משמעותיים, אשר אינם ממותנים היטב בחוזים הקיימים אצלו, כך שוודאות תזרים המזומנים שלו תיפגע.

סיכון תפעולי

על מנת לקבל את התשלומים החוזיים מהלקוחות / המשתמשים, נסמכים מרבית הפרויקטים על יכולתו של הפרויקט לעמוד ביעדי הזמינות והתפעול. כשלים טכנולוגיים ו/או תפעוליים עלולים להוביל לעיכוב, אובדן או הפחתה בהכנסות, מחד, ולעלייה בהוצאות תפעוליות, CAPEX או תשלום קנסות ללקוח הקצה, מאידך. הסיכון התפעולי מתחדד בפרויקטים המבוססים נכס יחיד (Single Asset), היות ובמקרים של פגיעה בהכנסות, כמתואר לעיל, לא קיים נכס נוסף אשר יתמוך בתזרים לשירות החוב. במקרים כאלו, יתבססו שירות החוב על יתרות מזומן וקרנות למיניהן, ובהעדרן, על נכונותו של צד או צדדים כלשהם לפרויקט להזרים הון נוסף לפרויקט. היות ולרוב מימון הפרויקטים מבוצע כ-Non-Recourse, אנו נעריך כי הזרמות מעין אלו צפויות להתבצע רק במידה והן ישרתו את האינטרס הכלכלי של הצד המזרים.

טכנולוגיה ותפעול

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותנית של מורכבות הטכנולוגיה, אורך ואיכות ההיסטוריה התפעולית שלה והיקף השימוש בה. טכנולוגיה חדשה שאינה מוכחת, או היסטוריה תפעולית שלילית של הטכנולוגיה, צפויות להשפיע לשלילה על ניקוד הפרמטר. בד בבד, עשויים להילקח בחשבון גם מאפייני אחריות הביצועים המסופקת על ידי היצרן ותקופת האחריות, אשר ייתכן וימתנו את החשיפות. בנוסף, נבחן את ההתחייבויות התפעוליות בפרויקט ומידת המורכבות שלהן. המורכבות עשויה לנבוע ממפרט השירותים הנדרשים וממידת הדחיפות והרגישות שלהם או ממאפייני ומידת המורכבות של הנכס/ הטכנולוגיה המוטמעת בו.

השקעות הון

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה של היקפי ומועדי השקעות ההון השוטפות (בעיקר לשמירה על הקיים) הצפויות, לצורך תחזוקת הפרויקט ויכולת קיום החוזים, וכן את היקף ההשקעות הללו ביחס למזומן הזמין להן בפרויקט. השקעות צפויות אשר דורשות השבתה של חלקים ניכרים מהפרויקט או השבתה כוללת, עלולות לרוב להשפיע לשלילה על ניקוד הפרמטר, בעוד פרויקטים בעלי צרכי השקעה פשוטים ומוגבלים ובעלי השפעה מינימלית על התפעול, ינוקדו באופן מיטבי בפרמטר זה.

היסטוריה תפעולית

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותנית של איכות ביצועי הפרויקט ביחס לנורמות בענף או ביחס לסוג הנכס הספציפי. היסטוריית הביצועים מספקת אינדיקציה לביצועים העתידיים. לכן, ככל שהיסטוריה הביצועים בפרויקט תהיה ארוכה יותר וחיונית יותר, הניקוד בפרמטר זה צפוי להשתפר. במידה ולא קיימת היסטוריית ביצועים, ננקד את הפרמטר בהתאם לציפיות לביצועים העתידיים, בהתבסס על ביצועים בפרויקטים בעלי טכנולוגיה דומה ובהתבסס על מוניטין ואיכות המתפעל והיזם. הכנסות אשר אינן תלויות בביצועי הפרויקט, ישפיעו לרוב באופן חיובי על דירוג הפרמטר. מנגד, אי וודאות מהותית ביחס לביצועים, צפויה להשפיע לשלילה על הניקוד.

ניסיון, איכות ויכולת התמיכה של היזם והמתפעל

ניקוד פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותנית אשר מביאה בחשבון את האיזון בין חשיבותו של המתפעל וחשיבותו של היזם לביצועים התפעוליים והפיננסיים של הפרויקט. לרוב, נבחן את איכות האשראי והניסיון של המתפעל בקשר עם סוג הנכס והטכנולוגיה הספציפית, במיקום גיאוגרפי דומה ובמסגרת חוזה תפעול ותחזוקה, הכולל מסגרת חוזית הדומה לפרויקט המדורג. בנוסף, אנו עשויים לשקול את מבנה ואורך הסכם השירותים ו/או הסכם התפעול ואת ההתחייבויות הכלולות בו וכן, את קלות החלפת המתפעל. כך לדוגמה, הסכם תפעול קצר מאורך הפרויקט מגדיל את אי הוודאות בפרויקט ועלול להשפיע לרעה על הדירוג. חשיבות ניסונו ואיכותו של המתפעל אף מתחדדת, כאשר קיימת מורכבות טכנולוגית בפרויקט והאפשרויות להחלפת המתפעל, בעלויות דומות, מצומצמות.

בד בבד, אנו בוחנים את חוזקו ומחויבותו של היזם וכן את הסבירות כי בעת הצורך יתמוך בפרויקט תמיכה פיננסית או תפעולית. היות והחובות ברובם הינם נון-ריקורס, כלומר, בעלי זכות חזרה מוגבלת או ללא זכות חזרה בכלל ליזם, נעריך כי תמיכה כזו תתרחש רק במידה וליזם קיים אינטרס כלכלי בפרויקט (לדוגמא ציפיה לחלוקת דיבידנד עתידית). ככל והאינטרס הכלכלי יפוג, ייתכן ונעריך כי היזם ינטוש את הפרויקט ולא יתמוך בו (לדוגמא אם התזרימים העתידיים אינם צפויים להיות בהיקף מספק לחלוקת דיבידנדים). במקביל, אנו נבחן את יכולתו של היזם לספק תמיכה (המתבטאת באיכות האשראי שלו) ו/או קיומם של מנגנוני ערבות. כמו כן, כחלק מהניתוח, אנו עשויים לבחון את היסטוריית התמיכה של היזם במנפיק המדורג או בפרויקטים אחרים בבעלותו.

יחסי כיסוי

יחס הכיסוי מהווה אינדיקטור מהותי לגמישותו הפיננסית של הפרויקט ולהיותו בר-קיימא בטווח הארוך. בכלל זה, יכולתו של הפרויקט להסתגל לשינויים בסביבה הכלכלית והעסקית בענף הפעילות שלו, וכן להסתגל לעלייה בהוצאות הפרויקט או לירידה בהכנסותיו. ניקוד קטגוריה זו מבוסס על יחס הכיסוי DSCR, המשקף את יכולת הפרויקט לעמוד בשירות החוב לאורך שנות פעילותו.

תרחישי רגישות ותקופת החישוב

ככלל, האנליזה הפיננסית שלנו הינה צופה פני עתיד. אנו נבחן את תזרימי המזומנים החזוי בהתבסס על הפרמטרים הפיננסיים והתפעוליים הסבירים ביותר, להערכתנו, וכן בהתבסס על רגישות התזרימים. לרוב, נבחן מספר תרחישי רגישות על מנת לבחון את יציבות התזרימים. לבסוף, תרחיש הבסיס העיקרי שלנו עשוי להיות מושפע ממידע נוסף אשר ברשותנו (צדדים שלישיים, יועצים, חו"ד וכו') ועל כן הוא עשוי להיות שונה מתרחיש הבסיס של המנפיק.

בפרויקטים בעלי היסטוריה תפעולית ארוכה, להיסטוריית הביצועים עשויה להיות השפעה משמעותית על השקפתנו לגבי התוצאות הצפויות, אלא אם כן התבצע שינוי משמעותי בפרמטרים תפעוליים בפרויקט או בגורמים אחרים בשוק. כתוצאה מכך, ביצועים היסטוריים הינם בין הגורמים אשר עשויים לשנות את תרחיש הבסיס שלנו ואת תרחישי הרגישות הנבחנו.

יחס הכיסוי נבדק במבט צופה פני עתיד, בהתאם לתקופת הזמן הרלוונטית. אנו עשויים לערוך התאמות מסוימות לחישוב יחס הכיסוי ככל ונעריך כי ישנן תקופות/ נתונים שאינם מייצגים את יכולת שירות החוב בפרויקט.

יחס כיסוי לשירות החוב - DSCR³

ניקוד פרמטר זה מתבסס בעיקרו על יחס הכיסוי DSCR, הממוצע ו/או המינימלי, עבור תקופת הזמן הרלוונטית, אשר עומדת לרוב על 12 חודשים (ADSCR⁴). בפרויקטים השונים, עשויה להינתן חשיבות שונה ליחס הממוצע וליחס המינימלי. כך, הניקוד עשוי לקחת בחשבון בעיקר את היחס הממוצע תוך התייחסות מסוימת ליחס המינימלי או להפך. לדוגמא, בפרויקטים בעלי חוזים ארוכי טווח, המכסים את כלל התזרימים הצפוי בפרויקט, ואשר נחתמו אל מול לקוח איכותי, אנו צפויים לקחת בחשבון בעיקר את היחס הממוצע, וזאת לאור התנודתיות הנמוכה הצפויה בתזרימי הפרויקט. מנגד, בפרויקטים בהם חלק ניכר מהתזרימים אינו מבוסס חוזים, אנו עשויים לקחת בחשבון בעיקר את היחס המינימלי, היות ובמקרים אלו יחסי הכיסוי עלולים להיות תנודתיים מאד, וכן עשויות להיות תקופות משמעותיות בהן התוצאות יהיו נמוכות. בפרויקטים מעין אלה, נבחן את התנודתיות הצפויה ביחסי הכיסוי בפרויקט, תוך בחינת ההבדלים בין היחס המינימלי והממוצע בכל תקופה. בד בבד, מנגנונים פיננסיים שונים, המאפשרים גמישות מסוימת בקשר עם פריסת תשלומי החוב (כגון מנגנון Pass Through, או אפשרויות גילוף מחדש לאורך חיי הפרויקט), עשויים גם הם להשפיע על החשיבות

³ Debt Service Cover Ratio
⁴ Annual Debt Service Cover Ratio

שנבחר לייחס ליחס הכיסוי הממוצע או המינימלי. הניקוד הסופי של הפרמטר ייצג את הערכתנו לגבי רמת ה-DSCR העתידי, תוך נתינת משקל לכלל הסיכונים החזויים בקשר עם יכולת שירות החוב בפרויקט.

בחישוב יחס ה-DSCR, המונה הינו תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב (CFADS⁵) והמכנה הינו שירות החוב העיתי (קרן וריבית):

- **תזרים המזומנים הפנוי לשירות החוב (CFADS)** שווה לתזרים המזומנים מפעילות (לאחר מס ושינויים בהון חוזר, אבל לפני הוצאות ריבית) בניכוי הוצאות השקעות הון (CAPEX) ובתוספת / ניכוי תנועות מ/אל לקרנות תחזוקה, תפעול ושירות חוב, ככל וקרנות מעין אלו קיימות במבנה העסקה⁶.
- **שירות החוב העיתי:** בפרויקטים הכוללים אמורטיזציה מלאה / חלקית, תשלומי הקרן והריבית העיתיים שווים לתשלומי הקרן והריבית התזרימיים, בהתאם ללוח הסילוקין. בפרויקטים ללא אמורטיזציה כלל, יילקחו בחשבון תשלומי הריבית בלבד.
- עבור חובות בכירים, במסגרת חישוב יחס ה-DSCR, יילקחו בחשבון תשלומי שירות החוב של החוב הבכיר בלבד, וזאת בהינתן הפרדה ונחיתות מלאה של החוב הנחות ביחס לחוב הבכיר, כך, שבכלל זה, למלווי החוב הנחות לא קיימת הזכות להאצת החוב או לאכופ את זכויותיהם עד לפירעון מלא של החוב הבכיר וכן, שירות החוב של החוב הנחות (קרן וריבית) כפוף למבחני חלוקה. ככל וזה איננו המקרה, לרוב, יחושב יחס ה-DSCR על בסיס כלל החוב (בכיר ונחות). בהתאם, ככל וקיים חוב בחברת האחזקות של הפרויקט, ללא הפרדה ברורה והנחתה מוחלטת של זכויותיו כלפי החוב הבכיר, יחושבו יחסי הכיסוי הפרויקטליים על בסיס מאוחד, הכולל את החוב בחברת האחזקות.

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. הפרופיל העסקי, הסיכון התפעולי ויחסי הכיסוי בפרויקט, משקפים את גורמי הסיכון העיקריים בפרויקט פועל, בעל מבנה מימון סטנדרטי, שאיננו דורש מימון מחדש. עם זאת, מבנה המימון וסיכוני הקמה והתנעה מהווים גם הם גורמים משמעותיים לדירוג. בעוד למרבית הפרויקטים קיים מבנה מימון דומה, בחלקם קיימים שינויים במבנה, אשר עשויים להגדיל או למתן את סיכוני האשראי. כך, תקופת הקמה או התנעה עלולה גם היא להוסיף חשיפות נוספות. אנו מפחיתים / מוסיפים ניקוד למטריצה, ביחס לסעיפים אלו, מתוך מטרה לשקף את מורכבויות שעשויות להתקיים במבני המימון במימון פרויקטים ואת הסיכונים הקשורים בהקמה.

נזילות

נזילות הינה שיקול משמעותי בדירוג הפרויקטים, היות והיא מעניקה לפרויקטים את היכולת להתמודד עם זעזועים שונים ופגיעה בהכנסות במהלך חיי הפרויקט, בין היתר, כתוצאה מבעיות בתפעול או בביצועים. מקורות הנזילות הזמינים לפרויקט יכללו לרוב קרן לשירות חוב, קרן תחזוקה כבדה / שיקום עמוק או קרן תפעול וצורות נוספות של התחייבויות ומקורות נזילות דומים. כחלק מהאנליזה, נבחן את סוג הנזילות, היקפה ואיכותה (לדוגמא מזומן / מסגרת אשראי / ערבות בנקאית / ערבות בעלים וכד', זאת לצד איכות האשראי של מעמיד ההתחייבות), את הזמינות והתהליכים הנדרשים על מנת לממש אותה במידת הצורך, וכן נבחן האם המימוש שלה יגדיל את היקף החוב המדורג. מאפייני נזילות סטנדרטיים למימון פרויקטלי צפויים שלא להביא להשפעה על הציון הכולל. כך, לדוגמא, נצפה לראות בפרויקט סטנדרטי קרן לשירות חוב בהיקף של 6 חודשי שירות חוב. היקף קרן נמוך יותר עלול לפגוע בדירוג. בד בבד, ייתכן כי בפרויקטים להם חשיפות נוספות או תזרימים תנודתיים מהרגיל, נצפה למקורות נזילות גבוהים מן המקובל. בהתאם, נצפה לצבירה של קרן תחזוקה כבדה בפרויקטים בעלי הוצאות תחזוקה גבוהות ותנודתיות, כאשר תזרימי הפרויקט השוטפים אינם

⁵ Cash Flow Available for Debt Service

⁶ לצורך ההבהרה, תנועות מזומן של משיכה מקרן לשירות החוב, בשל מחסור תזרימי, ומילוי הקרן לאחר מכן, אינן נכללות בחישוב התזרים הפנוי לשירות החוב.

מספיקים לצרכים אלו. כמו כן, ייתכן ויידרשו קרן תחזוקה כבדה או קרן תפעול בפרויקטים בעלי טכנולוגיה חדשה בעלת חוסר וודאות לגבי אורך החיים שלה.

מאפיינים מבניים

הסכמי מימון פרויקטליים כוללים הגנות רבות למממנים, זאת, בין היתר, בשל רמת המינוף הגבוהה יחסית והיות הפרויקט מקור יחיד לשירות החוב. מאפייני מימון אלו מאפשרים בקרה על המנפיק ומעניקים זכויות למממנים, אשר מפחיתות את הסיכון לכשל או את ההפסד בהינתן כשל (לדוגמה זכויות Step-In). חלק מן ההגנות בחברות הפרויקט, כדוגמת רמה מינימלית של מזומן לחלוקה, מחזקים את החוב בחברת הפרויקט, אך עלולים להגביר את הסיכון לחוב בחברת האחזקות. נקודת המוצא שלנו הינה כי מבנה המימון מכיל מאפייני מימון פרויקטלי סטנדרטיים, כמפורט מעלה בפרק "תיאור ענף הפעילות". היעדרו של מאפיין אחד או יותר, או לחלופין, הימצאותו של מאפיין חזק במיוחד, עשויים להשפיע על דירוג החוב. היעדרם של מאפייני מימון פרויקטלי מהותיים עשויה גם להביא לדירוג החוב תחת מתודולוגיה אחרת. בד בבד, אנו בוחנים את איכות ההפרדה בין חברת הפרויקט לבין הבעלים / חברת האחזקות.

שיקולים נוספים אשר עשויים להילקח בחשבון תחת סעיף זה הינם מאפייני אמות המידה הפיננסיות, כך לדוגמה, אמת מידה פיננסית המגדירה יחס כסוי DSCR גבוה מן המקובל, לצורך חלוקת דיבידנדים, עשויה להוות שיקול חיובי לדירוג, זאת בהינתן שנעריך כי ההגנה אפקטיבית. כלומר, שהיחס לחלוקה קרוב ליחסי הכיסוי החזויים בתרחיש הבסיס. בד בבד, יחסי כסוי לחלוקה הנמוכים מן המקובל עלולים להוות שיקול שלילי לדירוג, היות ולהערכתנו הם פוגעים בהגנות על שירות החוב. כמו כן, נבחנים מנגנונים נוספים תומכי מימון (כגון האצת פירעונות, Cash Sweep, תמיכות / שיעבודים צולבים, ועוד). במקרים בהם נעריך כי המנגנון מחזק באופן מיוחד את וודאות שירות החוב הוא עשוי לתמוך בדירוג.

הגנות ופיצויים בעת ביטול חוזה

בחלק מן הפרויקטים המדורגים תחת מתודולוגיה זו, מעוגנים בהסכמים אל מול המזמינה מנגנונים המגנים על יתרת החוב במקרים של ביטול ההסכם בשל הפרות מזמין, הפרות זכיון, אירוע כוח עליון מתמשך או ביטול מטעמי נוחות. פעמים רבות יכללו ההסכמים גם הגנות נוספות כגון גידור ריביות ומדדים. כחלק מן האנליזה אנו עשויים לבחון את קיומן של ההגנות והיקפן במקרים המתוארים, וכן מהי איכות האשראי של מעמיד ההגנות. הסכמים המבטיחים תשלום מלא / כמעט מלא של החוב על ידי גוף בעל איכות אשראי חזקה במיוחד, צפויים לתמוך באופן משמעותי בדירוג. לדוגמה, פרויקטים מבוססי הסכם זכיון, בהם המדינה מבטיחה הגנה על מלוא יתרת החוב הבכיר במקרים של סיום ההסכם ייהנו מהטבה זו. בד בבד, ככל ונעריך כי קיימות רמות חוב (פעמים רבות בחובות נחותים) להן מסגרת רגולטורית או הגנות חוזיות שונות מהחוב הבכיר, אנו עשויים להפחית את ציון החוב המדובר.

סיכון מימון מחדש

תחת סעיף זה מידרוג בוחנת את מועד פירעון ההלוואות והאמורטיזציה של ההלוואות, תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה לאורך זמן. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש העולה מעומס פירעונות בשנים מסוימות. צרכי מימון מחדש עבור כלל החוב או עבור חלק ממנו מגבירים את סיכון האשראי, בשל אי הוודאות הנוגעת לסביבת הריבית, תנאי החוב וזמינות האשראי העתידית. הסיכון בולט במיוחד בפרויקטים העומדים בפני אתגרים נוספים כגון בעיות תפעוליות, מחלוקות חוזיות או שינוי בסביבה הכלכלית. כחלק מהאנליזה תיערך בחינה של היקף, תזמון ומאפייני צרכי המימון זאת ביחס לוודאות התזרימים העתידית, לצד גובה יחס ה-LTV (Loan To Value), וכן נבחן האם קיימים גורמים ממתנים לסיכונים אלו (כגון, קרנות ייעודיות, מנגנוני גידור ריבית, אפשרויות דחייה של פירעון הבולט וכו'). בד בבד, ייבחנו ההשפעות החוזיות של המימון מחדש על יחסי הכיסוי והמינוף.

שיקולים לדירוג חובות נחותים של פרויקטים

בדירוגי מימון פרויקטלי למבנה המימון השפעה מהותית על סיכוני האשראי של רמות החוב השונות, בהתאם לרמת הבכירות שלהם, וזאת בשל סדר קדימויות התשלומים, המוגדר במפל התשלומים. פעמים רבות מימון פרויקטלי כולל מבחני חלוקה ומנגנוני נעילת

מזומנים, אשר מביאים להבדל בסיכויים לכשל בין רמות החוב השונות. לכן, חובות פרויקטיים יודרגו לרוב באופן יחסי אחד לשני, בהתבסס על סדר הנשייה במצבי לחץ.

חובות נחותים במימון פרויקטים הינם חובות אשר מגויסים לרוב על ידי חברת הפרויקט והינם נחותים משפטית לחוב הבכיר, הן מבחינת תזרים המזומנים והן מבחינת הבטוחות. שירות החוב של החובות הנחותים נשען על התזרים השיורי של הפרויקט, לאחר שירות החוב הבכיר, ובכפוף לעמידה בתנאים המגבילים לשחרור עודפים מן החשבונות המשועבדים למחזיקי החוב הבכיר. כנגזרת מכך, דירוג חוב של החובות הנחותים לוקח בחשבון את הנחיתות, לצד היעדר הגנות שונות ביחס לחוב הבכיר. כמו כן, במסגרת הדירוג יילקחו בחשבון יחסי כיסוי משולבים⁷. יש לציין, כי העמסת חוב נוסף על חברת הפרויקט עלולה להוביל להפחתת התמריץ של הבעלים לשמור על ביצועי הפרויקט ועל שירות החוב הבכיר לאורך השנים, וכן על התמיכה בפרויקט, במידת הצורך, זאת מכיוון שהעמסת חוב נוסף שכזה מהווה תחליף לחילוץ ההון העצמי שהושקע בפרויקט, ו/או חילוץ העודפים מבעוד מועד.

המאפיין הפרויקטלי הנפוץ ביותר המבחין בין הסיכויים לכשל הינו יחס ה-DSCR המינימלי לצורך שירות החוב הנחות. היות ושירות החוב הנחות מבוצע לרוב באופן בלעדי מהתזרים השיורי של חברת הפרויקט, יחס DSCR מינימלי גבוה הנדרש עבור שירות החוב הנחות אמנם מחזק את החוב הבכיר, אך במקביל מגדיל באופן משמעותי את הסיכון לכשל החוב הנחות. כחלק מכך, אנו עשויים לבחון את הקרבה של ה-DSCR בפועל לרמת ה-DSCR הנדרשת לצורך שירות החוב הנחות. ככל וה-DSCR בפועל נמוך יותר, וודאות שירות החוב של החוב הנחות יורדת, והדבר עלול להשפיע לשלילה על הדירוג. בד בבד, אנו נבחן את מאפייני הפרדה בין החובות, ככל שלא קיימת הפרדה מלאה / איכותית בין החוב בכיר לחוב הנחות ייתכן ודירוג החוב הבכיר ייקח בחשבון גם את שירות החוב הנחות ויושפע מכך לרעה.

במקרים מסוימים בהם גיוס החוב הנחות יבוצע מחוץ לחברת הפרויקט (לדוגמה בחברה המחזיקה בפרויקט), ייבחנו המאפיינים המבניים והמשפטיים של מסמכי ההלוואה והמנגנונים השונים המוסדרים בהם, לצורך הסדרת זכויותיו של החוב הנחות בפרויקט ומאפייני הנחיתות, בדומה למתואר לעיל.

סיכון הקמה והתנעה (Ramp Up)

דירוג החוב של פרויקטים מבוסס על תקופת הפעלה, וכולל ניתוח של כלל הפרמטרים אשר פורטו לעיל. אולם, במידה ופרויקט נמצא בתקופת ההקמה, בה סיכוני ההקמה או ההתנעה של פרויקט הינם משמעותיים, ושונים מפרופיל הסיכון התפעולי, תבוצע ההתאמה הנדרשת בדירוג. כלומר, הסיכון התפעולי מהווה את הבסיס לדירוג החוב בפרויקט, ועליו יתווסף סיכון ההקמה או ההתנעה על-ידי הפחתת ניקוד (Notching Down), ככל שקיים הצורך.

סיכוני ההקמה כוללים את התקופה שבין הסגירה הפיננסית למועד גמר הקמת הפרויקט, בעוד סיכוני ההתנעה כוללים את התקופה שבין גמר הקמת הפרויקט לתפעול יציב (Steady State). בתקופה זו הפרויקט מתחיל להשיא הכנסות ובדרך כלל לשרת החוב, אך עשוי עדיין להיות חשוף לתקופת הזמן בה הלקוחות מאמצים את המוצר/השירות או להתאמות טכניות נדרשות עד להגעה לביצועים יציבים (Performance tuning and Start-up commissioning risks).

במקרים בהם סיכוני ההקמה או ההתנעה אינם גבוהים וממותנים היטב, ייתכן ולא תתבצע הפחתה בדירוג החוב בגין סיכון ההקמה. מנגד, במקרים בהם להערכתנו סיכוני ההקמה או ההתנעה הינם משמעותיים, הדירוג בתקופת הפעלת הפרויקט עשוי להיות שונה משמעותית מדירוג החוב בגילום סיכון תקופת ההקמה. ככל וסיכוני ההקמה או ההתנעה השפיעו לרעה על דירוג החוב, נצפה לראות עליה בדירוג לאחר השלמת הקמת הפרויקט וביסוס תפעול יציב וביצועים פיננסיים יציבים.

⁷ יחסי הכיסוי המשולבים יחושבו באופן הבא: (1) ADSCR - סך התזרים העיתי מחברת הפרויקט ביחס לסך תשלום החוב הבכיר והחוב עתי של חברת האחזקה או החוב הנחות העיתי; (2) PLCR/LLCR - יחס זה יחושב באותו אופן, וייקח בחשבון, הן את החוב של חברת האחזקה או את החוב הנחות והן את החוב הבכיר, ביחס לתזרים הכולל המהוון, בהתאם לריבית המשולמת בכל חוב, של חברת הפרויקט.

כחלק מהערכת סיכון זה, אנו בוחנים את מורכבות ההקמה, והסבירות לחריגה בעלויות או בלוחות הזמנים, כמו גם אפשרויות מיתון שונות, ביניהן, מיתונים חוזיים, ונזילות זמינה. בפרט, אנו עשויים לבחון את הפרמטרים הבאים:

- **הקצאת סיכונים הבניה בין המגזר הפרטי למגזר הציבורי:** אנו עשויים לשקול הרעה בדירוג החוב, ככל וישנם סיכונים מהותיים שהוקצו ליזם ושלא מותנו באופן מספק;
- **מורכבות הקמת הפרויקט:** סיכונים השטח והמבנה: הסיכון הגיאולוגי והארכיאולוגי, היקף השטח, היקף ומורכבות עבודות הכנת השטח הנדרשות באתר, היקף התשתיות הנדרשות לבניה, מורכבות וייחודיות המבנה וטכניקות ההקמה לרבות Track Record שלה; סיכונים ביצוע: תלויים, בין היתר, במיכון ובציוד המותקנים בפרויקט, בטכנולוגיה וה- Track Record שלה, במדדים כמותיים לביצוע (כגון: זמינות או תפוקה מינימאליים) והיכולת לעמוד בהם לרבות, תקופת אחריות ועוד; אילוץ ההקמה: עלולים להשפיע על הקמת הפרויקט, וכוללים בין היתר, אילוצים ביורוקרטיים ורגולטוריים, אילוץ בטיחות, דיני עבודה ועוד לצד יכולת הפרויקט להתמודד ולמתן סיכונים אלו;
- **ניסיונו ואיכותו של קבלן ההקמה ומערך הסכמי ההקמה (EPC Agreement):**⁸ ניסיונו של הקבלן בפרויקטים דומים (בהיקף ובסוג), איכות הפיקוח והניהול, איכות האשראי, ויכולת הקבלן לספוג גידול בעלויות ההקמה לצד שולי הרווח שלו בפרויקט, והדרישות החוזיות מן הקבלנים. בחוזה ההקמה סטנדרטי נצפה, בין היתר, להתחייבויות הקמה בתנאים ידועים (Turn-Key), מחיר קבוע (Lump Sum), תאריך נקוב למסירה (Date Certain), ערבויות ביצוע ומנגנון קנסות (LD's)⁹, המשקף כסוי לנזקים אפשריים כתוצאה מעיכוב בהקמת הפרויקט ו/או חריגה בתקציב;
- **ניהול סיכונים:** מידת השמרנות בתכנון ההקמה ואופי הפעולות הננקטות למיתון החשיפות;
- **יכולת הפרויקט להתאושש מחריגה בלו"ז:** מרווחי הזמן שנלקחו בבניית לוחות הזמנים ובפרט, המרווח שבין מועד הסיום המתוכנן למועד הסיום החוזי (Long Stop Date) וכן אופי הנחות היסוד בבסיס לוח הזמנים (צורך במשמרות כפולות, עבודה בלילות או סופי שבוע וכו'), זאת לצד היקף הנזילות הזמינה עבור עיכובים או חריגה בעלויות ועוד. הנזילות עשויה לכלול התחייבות לפיצויים מקבלן ההקמה (LD's), רזרבות, תקציבי בצ"מ (בלתי צפוי מראש), מסגרות Stand-By ומזומן.

איכות ה-Off Taker ואופי החוזים מולו

שיקול משמעותי בדירוג החוב הינו איכות האשראי של הלקוח (Off Taker) ואופי החוזים מולו וזאת מעבר לפרמטר הנלקח בחשבון במטריצה בדבר הסיכון העסקי. בפרויקטים בהם כלל התזרימים הצפויים מבוססי חוזה, הלקוח עשוי להוות את המקור היחיד להכנסות. על כן, במקרים בהם נעריך כי לפרויקט תלות גבוהה בלקוח/ות, איכות האשראי של הלקוח/ות עלולה להוות אילוץ / חסם לדירוג. בד בבד, אנו נשקול לתת הטבה בפרויקטים בהם קיים חוזה ארוך טווח מול לקוח באיכות אשראי גבוהה במיוחד, אשר מכסה את כל / רוב הכנסות הפרויקט, במיוחד כאשר החוזה מכיל מנגנון תשלומים המאפשר את שירות החוב, גם על ידי תשלומי זמינות בלבד. להערכתנו, חוזה מעין זה מבודד את הפרויקט מחשיפה לסיכונים ביקוש ומחירים ותומך בדירוג הפרויקט.

תרחישים ורגישות

כחלק מן האנליזה אנו עשויים לבחון תרחישים שונים הבוחנים את מידת הרגישות של הפרויקט לגורמים מסוימים, עלויות שונות או גורמים מאקרו כלכליים. כחלק מבחינה זו אנו עשויים גם לבחון את מאפייני "זנב" הפרויקט (Tail). זנב מהווה מרווח ביטחון עיתי, בין מועד פירעון החוב לנקודת זמן המוגדרת כתום חיי הפרויקט (פקיעת הרישיון, הזיכיון, התערפף הקבוע או חוזה הרכישה). ככלל, נצפה לראות בפרויקט סטנדרטי זנב באורך של 12 חודשים. להערכתנו, הזנב מהווה תמריץ לבעלי המניות לשלם את החוב במלואו, על מנת

⁸ Engineering, Procurement and Construction

⁹ Liquidated Damages - מנגנון קנסות יעיל יחשב ככזה המכיל משטר תשלומי נזיקין יומי ומכסה את העלויות הקבועות (לרבות שירות החוב) של הפרויקט. לרוב, מגבלת תשלומי הקנסות (Cap) תהא בטווח שבין 10%-20% מעלות ההקמה הכוללת.

להנות מהתזרימים החופשיים שבסופו. בנוסף, הזנב מאפשר מיתון הפסדים ופרישת חוב מחדש במקרה הצורך. על כן, זנב קצר מן המקובל או לחלופין, ארוך מן המקובל, עשוי להשפיע על דירוג החוב.

בחינות נוספות

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 הפרויקטים, ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

(1) איכות ההנהלה - ניסיון ההנהלה הינו שיקול בדירוג האשראי של החברה. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים וניתן 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 (Risk Execution);

(2) אסטרטגיה עסקית - מידרוג בוחנת את אסטרטגיית המנפיק בקשר עם מודל הפעילות העסקית וכן את מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיה העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות המנפיק ותוכניותיו לעתיד (ככל שרלוונטי);

(3) בקרות פיננסיות ויועצים מקצועיים - הצגות חריגות ו/או שינויים מהותיים בדוחות כספיים או בחוות דעת מקצועיות עשויים להשפיע על הערכתנו ועל מידת הוודאות שלנו בקשר עם ביצועי הפרויקט החזויים;

(4) תמיכת יזם / בעל מניות - אנו נעניק הטבה לפרויקטים במידה ולהערכתנו קיימת תמיכה בעלת השפעה מהותית על הפרויקט, מעבר להשפעה אשר באה לידי ביטוי במטריצה. בד בבד, בעלי מניות איתנים פיננסית ובעלי ניסיון רב בתחום באופן יוצא דופן, עשויים גם הם להיטיב עם הדירוג. נציין, כי לעיתים זהות הבעלים ומגבלות הנובעות מכך, עלולים להביא גם לפגיעה בדירוג;

(5) חולשה מבנית או מורכבות יתר, במיוחד בפן המשפטי - אנו עשויים להפחית את הדירוג במקרים בהם חוזים / העדר חוזים חושף את הפרויקט לסיכונים אשר אינם באים לידי ביטוי במטריצה. בד בבד, מורכבות מבנית יוצאת דופן עלולה גם היא לחשוף את הפרויקט לסיכונים נוספים ולפגוע בדירוג;

(6) הידרדרות במצב הפיננסי של צד מרכזי בפרויקט - הדרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של צד מרכזי לפרויקט (כגון קבלן, לקוח, מבטח וכדומה), אשר איננה ממותנת כראוי, עלולה לגרום לפגיעה משמעותית בתזרימי המזומנים בפרויקט וכנגזרת מכך בדירוג החוב;

(7) אירועי סיכון - מידרוג לוקחת בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות;

(8) תמיכה ממשלתית - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הערכת האשראי הבסיסית של המנפיק;

(9) 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;

(10) סיכון מדינת הפעילות - במקרים מסוימים יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי ודאות ו/או חוסר יציבות גבוהה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג;

(11) **שיקולי ESG** - שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי¹⁰;

(12) **אחר** - מידרוג עשויה לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול דעתה. במסגרת השיקולים האחרים מידרוג עשויה לבחון גם שיקולים חברתיים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, שיקולים סביבתיים, כדוגמת סטנדרטים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק ועוד.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על חברות פרויקטים 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: הסיבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת הדירוג ורבים מהשיקולים הנוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

מגבלות מטריצת הדירוג

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת הדירוג לבין הדירוגים בפועל. מטריצת הדירוג במתודולוגיה זו הינה כלי פשוט 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 עשוי להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

המשקלות לכל תת-פרמטר ופרמטר במטריצת הדירוג מייצגות את חשיבות הפרמטר בהחלטות וועדת הדירוג בקביעת הדירוגים בענף, אך החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים במטריצת הדירוג, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

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 המתנתנים, 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

¹⁰ להרחבה ראו מתודולוגיית "קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוג אשראי", באתר מידרוג.

לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק. יחד עם זאת, ככל שעתיד זה הינו בטווח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

דוחות קשורים

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 15.02.2024

נספח

נספח 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, שחיקה בהכנסות, גידול בהוצאות, שינויים בשערי ריבית / 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.

נספח 2 - מטריצת הדירוג לדירוגי פרויקטים

קטגוריה	פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il	Caa.il ומטה
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	25%	מונופול ו/או ספק יחיד של שירות/מוצר בעל חיוניות גבוהה ביותר	תחרות מוגבלת ביותר לשירות/מוצר בעל חיוניות גבוהה	תחרות מוגבלת לשירות/מוצר חיוני	חשיפה מסויימת לתחרות, אך העמדה התחרותית חזקה וצפויה להישאר יציבה לאורך זמן	חשיפה נרחבת לתחרות ועמדה תחרותית בינונית אשר צפויה להישאר יחסית יציבה לאורך זמן	חשיפה נרחבת לתחרות ועמדה תחרותית חלשה אשר חשופה לשינויים בשוק	חשיפה משמעותית לתחרות ובעל עמדה תחרותית חלשה / ברמת אי ודאות גבוהה אשר חשופה באופן משמעותי לשינויים בשוק
			פרופיל עסקי	יכולת חיזוי תזרים מזומנים (תזמ"ז) נטו	25%	וודאות גבוהה מאד לתזמ"ז הצפוי; לא קיימת חשיפה מהותית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים המכסים את רוב תקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי גבוהה מאד / פיזור לקוחות טוב מאד.	וודאות גבוהה לתזמ"ז הצפוי; לא קיימת חשיפה מהותית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים המכסים חלקים ניכרים מתקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי גבוהה / פיזור לקוחות טוב.	וודאות טובה לתזמ"ז הצפוי; חשיפה בינונית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים קצרים ביחס לתקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי בינונית-נמוכה / פיזור לקוחות בינוני-נמוך.	אי וודאות באשר לתזמ"ז הצפוי; ללא תזרימים מבוססי חוזה או שהתזרימים תנודתיים מאד וחשופים לסיום חוזה אפשרי; לקוח בעל איכות אשראי נמוכה מאד.
			וודאות גבוהה מאד לתזמ"ז הצפוי; לא קיימת חשיפה מהותית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים המכסים את רוב תקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי גבוהה מאד / פיזור לקוחות טוב מאד.	וודאות גבוהה לתזמ"ז הצפוי; לא קיימת חשיפה מהותית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים המכסים חלקים ניכרים מתקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי גבוהה / פיזור לקוחות טוב.	וודאות טובה לתזמ"ז הצפוי; חשיפה בינונית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים קצרים ביחס לתקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי בינונית-נמוכה / פיזור לקוחות בינוני-נמוך.	וודאות טובה לתזמ"ז הצפוי; חשיפה בינונית לסיכוני ביקוש/מחיר/גביה בתזרימים מבוססי חוזה; חוזים קצרים ביחס לתקופת החוב; לקוח בעל איכות אשראי בינונית-נמוכה / פיזור לקוחות בינוני-נמוך.	אי וודאות באשר לתזמ"ז הצפוי; ללא תזרימים מבוססי חוזה או שהתזרימים תנודתיים מאד וחשופים לסיום חוזה אפשרי; לקוח בעל איכות אשראי נמוכה מאד.	אי וודאות באשר לתזמ"ז הצפוי; ללא תזרימים מבוססי חוזה או שהתזרימים תנודתיים מאד וחשופים לסיום חוזה אפשרי; לקוח בעל איכות אשראי נמוכה מאד.	אי וודאות גבוהה באשר לתזמ"ז הצפוי; ללא תזרימים מבוססי חוזה או שהתזרימים תנודתיים מאד וחשופים לסיום חוזה אפשרי; לקוח בעל איכות אשראי נמוכה מאד.

<p>טכנולוגיה שאיננה מוכחת ללא היסטוריה תפעולית או טכנולוגיה מוכחת / תהליך אשר חוו אתגרים תפעוליים מהותיים אשר בסבירות גבוהה צפויים להמשיך. וגם התחייבויות תפעוליות מורכבות מאד הנובעות מדרישות ייחודיות או מנכס בעל מאפיינים מאתגרים מאד</p>	<p>רוב הטכנולוגיה מוכחת אבל חלק מן האלמנטים טרם נבחנו או בעלי היסטוריה תפעולית מוגבלת. או טכנולוגיה מוכחת / תהליך אשר חוו אתגרים תפעוליים משמעותיים אשר צפויים להתרחש שוב. וגם התחייבויות תפעוליות מורכבות הנובעות מדרישות ייחודיות או מנכס בעל מאפיינים מאתגרים במיוחד</p>	<p>טכנולוגיה מוכחת / תהליך עם אלמנטים מורכבים הדורשים כישורים ייחודיים לצורך התפעול והתחזוקה. או טכנולוגיה מוכחת / תהליך אשר חוו אתגרים תפעוליים עשויים לשוב ולהתרחש מידי פעם וגם התחייבויות תפעוליות כוללות שירותים מורכבים (כגון IT, ציוד רפואי) או תפעול מורכב בשל מאפייניו המאתגרים של הנכס</p>	<p>טכנולוגיה מוכחת / תהליך עם מספר אלמנטים מורכבים אך ברורים וסטנדרטיים ביחס לענף או טכנולוגיה מוכחת / תהליך אשר חוו אתגרים תפעוליים מוגבלים שאינם צפויים לחזור וגם ההתחייבויות התפעוליות כוללות בעיקר שירותים מורכבים, תפעול ותחזוקת הנכס עשויים להיות מאתגרים יותר.</p>	<p>טכנולוגיה פשוטה ומוכחת / תהליך עם מספר חלקים נעים וגם ההתחייבות התפעולית כוללת שילוב של שירותים פשוטים ומורכבים (כגון ניקיון איזורים ייחודיים, הסעדה, הסדרי אגרה מורכבים, תחזוקה מקיפה 24/7) או מורכבות הנכס לתפעול</p>	<p>טכנולוגיה פשוטה ומוכחת / תהליך עם מספר מינימלי של חלקים נעים וגם התחייבויות תפעוליות נרחבות הממוקדות במתן שירותים פשוטים (כגון גינון, אבטחה, פינוי אשפה, וניקיון של אזורים שאינם ייחודיים)</p>	<p>ללא חשיפה למורכבות טכנולוגית / חשיפה מוגבלת לטכנולוגיה מוכחת / תהליך ללא / מעט מאד חלקים נעים וגם התחייבויות תפעוליות מעטות הממוקדות במתן שירותים פשוטים מאד ללא דרישות מורכבות (כגון צורך לתחזוקה 24/7)</p>	<p>5%</p> <p>טכנולוגיה ותפעול</p>
<p>היקף ההשקעות הנדרשות לצורך תפעול הפרויקט גבוה משווי הפרויקט. התחזוקה צפויה להשפיע באופן שלילי על התפעול. עודפת בפרויקט לצורך השקעה..</p>	<p>השקעות שוטפות מהותיות נדרשות בפרויקט. התחזוקה משפיעה דורשת השבתות מהותיות. היקף הנזילות העודפת בפרויקט איננו מספק את צרכי ההשקעה.</p>	<p>השקעות שוטפות חיוניות לביצועים התפעוליים. התחזוקה משפיעה על תפעול הפרויקט ודורשת השבתות מידי פעם. היקף הנזילות העודפת בפרויקט איננו מספק את צרכי ההשקעה.</p>	<p>נדרשות השקעות שוטפות לצורך שמירה על ביצועים מספקים אשר עומדים בדרישות החוזיות. התחזוקה משפיעה באופן מסויים על תפעול הפרויקט. היקף הנזילות העודפת בפרויקט מספק את צרכי ההשקעה.</p>	<p>נדרשות השקעות שוטפות נמוכות וניתנות לחיזוי לצורך שמירה על ביצועים טובים. התחזוקה מבוצעת בקלות ומשפיעה באופן מוגבל על תפעול הפרויקט. היקף הנזילות העודפת בפרויקט מצרכי ההשקעה.</p>	<p>נדרשות השקעות שוטפות מוגבלות לצורך שמירה על ביצועים חזקים. התחזוקה מבוצעת בקלות ללא השפעה על תפעול הפרויקט. היקף הנזילות העודפת בפרויקט גבוה מצרכי ההשקעה.</p>	<p>ללא חשיפה לצרכי השקעה שוטפים</p>	<p>5%</p> <p>השקעות הון</p>

היסטוריה תפעולית חלשה בעלת תנודתיות או אי וודאות בקשר עם הביצועים בפרויקט או לא קיימת בפרויקט היסטוריה תפעולית וישנה אי וודאות גבוהה / תחזיות שליליות בקשר עם איכות התפעול כאשר תחל ההפעלה המסחרית	היסטוריה תפעולית מוגבלת או בעייתית או לא קיימת בפרויקט היסטוריה תפעולית וישנה אי וודאות בקשר עם איכות התפעול כאשר תחל ההפעלה המסחרית	היסטוריה תפעולית סבירה הכוללת מעט אתגרים או לא קיימת בפרויקט היסטוריה תפעולית וישנה אי וודאות מסויימת בקשר עם איכות התפעול כאשר תחל ההפעלה המסחרית	היסטוריה תפעולית חיובית, הכוללת ביצועים התואמים את המקובל בענף או לא קיימת בפרויקט היסטוריה תפעולית וישנה סבירות טובה לתפעול תקין כאשר תחל ההפעלה המסחרית	היסטוריה תפעולית ארוכה וחיובית, הכוללת ביצועים מעל למקובל בענף או לא קיימת בפרויקט היסטוריה תפעולית ארוכה ומצויינת הכוללת ביצועים ברף העליון ביחס למקובל בענף	היסטוריה תפעולית ארוכה ומצויינת. או שלא קיימות בפרויקט חשיפות תפעוליות (ישירות/עקיפות).	5%	היסטוריה תפעולית
יזם או מתפעל ללא ניסיון או ניסיון מועט מאד בפרויקטים דומים. איכות אשראי נמוכה מאד ולא צפויה תמיכה בפרויקט במידת הצורך.	יזם או מתפעל בעל ניסיון מוגבל בפרויקטים דומים, בעל היסטוריית ביצועים בעייתית / ביצועים חלשים בפרויקטים דומים. איכות אשראי נמוכה בפרויקט וקיימת סבירות גבוהה שלא תינתן תמיכה לפרויקט במידת הצורך.	יזם או מתפעל בעל ניסיון מוגבל בפרויקטים דומים, בעל היסטוריית ביצועים מוגבלת. איכות אשראי בינונית - נמוכה וקיימת סבירות שלא תינתן תמיכה לפרויקט במידת הצורך.	יזם או מתפעל מיומן בעל היסטוריית ביצועים מוגבלת אך צפוי כי יעמוד בדרישות הפרויקט. בעלי איכות אשראי בינונית וסבירות לתמיכה בפרויקט במידת הצורך.	יזם או מתפעל בעלי ניסיון והיסטוריה יציבה של ביצועים טובים. בעלי איכות אשראי חזקה וסבירות גבוהה לתמיכה בפרויקט במידת הצורך.	יזם או מתפעל בעלי ניסיון רב והיסטוריית ביצועים ארוכה וחזקה. בעלי איכות אשראי חזקה מאד ויכולת לתמוך בפרויקט במידת הצורך.	5%	ניסיון, איכות יכולת התמיכה של היזם והמתפעל

יחסי כיסוי DSCR* 30% <2.70 1.81-2.70 1.31-1.80 1.15-1.30 1.10-1.14 1.075-1.09 >1.09

* ניקוד פרמטר זה מתבסס בעיקרו על יחס הכיסוי DSCR, הממוצע ו/או המינימלי, עבור תקופת הזמן הרלוונטית, אשר עומדת לרוב על 12 חודשים. בפרויקטים השונים, עשויה להינתן חשיבות שונה ליחס הממוצע וליחס המינימלי. כך, הניקוד עשוי לקחת בחשבון בעיקר את היחס הממוצע תוך התייחסות מסוימת ליחס המינימלי או להפך. זאת, בהתאם לשיקולים שונים, ביניהם: אופן גילוף יחסי הכיסוי, תנודתיות היחסים לאורך חיי הפרויקט וודאות יחסי הכיסוי הנגזרת בעיקר מוודאות התזרים. בד בבד, מנגנונים פיננסיים שונים, המאפשרים גמישות מסוימת בקשר עם פריסת תשלומי החוב, עשויים גם הם להשפיע על החשיבות שנבחר לייחס ליחס הכיסוי הממוצע או המינימלי. הניקוד הסופי של הפרמטר, ייצג את הערכתנו לגבי רמת ה-DSCR העתידי, תוך התייחסות לכלל הסיכונים החזויים בקשר עם יכולת שירות החוב בפרויקט.

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה. ** הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים (0.5-20.5) וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים. *** 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

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.