

דירוג תאגידים לא-פיננסיים

הזמנה להערות הציבור | נובמבר 2022

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

liatk@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה לדירוג תאגידים לא פיננסיים שפורסמה על ידה בנובמבר 2019 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג תאגידים לא פיננסיים.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- (1) הסרת מדד ה- FFO מהפרמטר "תזרים ויחסי כסיו" והגדלת משקל המדד "רווח תפעולי להוצאות מימון". מטרת השינוי הינה לתת משקל גבוה יותר למדד יחסי בדמות רווח תפעולי להוצאת מימון, חלף מדד ה- FFO האבסולוטי, כאשר היקף ההכנסות נותר כמדד מוביל לגודל האבסולוטי של פעילות המנפיק.
- (2) כמו כן, בוצעו מספר עדכונים נוספים, בהם:
 - עדכון הגדרת היחס "רווח תפעולי להוצאות מימון נטו" ולא רק הוצאות ריבית.
 - הפניה למתודולוגיית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים".
 - הוספת פירוט בדבר יחסי הכיסוי הנוספים - חוב ל- CAP וחוב ל- FFO, אשר משמשים במקרים מסוימים חלף היחסים המובילים. לצד זאת, הסרת היחס "FFO בתוספת הוצאות מימון להוצאות מימון" כיחס כסיו נוסף, מכיוון שאינו מהווה יחס נוסף שכיח.
 - כמו כן, הדוח כולל שינויי עריכה.

בנוסף, בכוונת מידרוג להחיל את המתודולוגיה המוצעת על מנפיקים בענף חברות התקשורת ומנפיקים בענף המלונאות, חלף המתודולוגיות "דירוג חברות תקשורת" (מרץ 2016) ו-"דירוג חברות מלונאות" (פברואר 2016) ולבטל שתי המתודולוגיות לעיל. למיטב הערכתנו, מנפיקים מענפים אלו עומדים במידה טובה יחסית בתחולת המתודולוגיה לדירוג תאגידים לא פיננסיים תוך הרחבת הבנצ'מארק.

ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תיבחן מידרוג את השפעתה על כלל הדירוגים הרלוונטיים המדורגים על ידה. מידרוג מעריכה כי השינוי המתודולוגי לא צפוי לשנות את הדירוגים הקיימים.

המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטייטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה. **הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני RFC@midroog.co.il עד**

לתאריך 04.12.2022

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י תאגידים לא-פיננסיים, כאשר הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות אלו. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות תאגידים לא-פיננסיים (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של מנפיקים אלו ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים. 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 רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים למנפיקים בתחולת המתודולוגיה. 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 ענפי הפעילות (3) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה (4) פירוט הפרמטרים העיקריים (5) שיקולים נוספים (6) דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (8) מגבלות (9) דוחות קשורים (10) נספח. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו מהווה בסיס לדירוג חברות תפעוליות או קבוצת חברות תפעוליות שאינן גופים פיננסיים, וכוללת את הקווים המשותפים הרחבים ביותר לחברות ממגוון ענפים. מתודולוגיה זו חלה, בין השאר, על חברות הפעולות בענפים כגון שירותי טכנולוגיית מידע, שירותי קבלנות שונים, תעשייה ביטחונית, שירותי ניהול וייעוץ, ייבוא וסחר, תחבורה ציבורית, תקשורת ומלונאות. כמו כן, למידרוג קיימות מתודולוגיות נוספות למנפיקים שהינם תאגידים לא פיננסיים בענפים ספציפיים כגון: תעשייה יצרנית, חברות תשתית, שירותי ליסינג תפעולי, שירותים פיננסיים וקמעונאות. נוסף על כך, מפרסמת מידרוג מעת לעת מתודולוגיות דירוג לענפים פרטניים בעלי אפיונים ייחודיים. מידרוג עשויה לכלול בתחולת מתודולוגיה זו תאגידים לא פיננסיים שהגדרת הענף שלהם אינה נופלת באחד מסוגי המתודולוגיות הספציפיות הקיימות במידרוג.

תיאור ענפי הפעילות

מתודולוגיה זו חלה על מגוון רחב של מנפיקים, אשר המשותף להם הינו מכירה ושיווק של מוצרים או שירותים בדרך של סחר, תיווך, שירות, ייעוץ, או שילוב של אלה. בין הקווים המשותפים לחברות לגביהן מתייחסת מתודולוגיה זו, ניתן למנות: המנפיק עוסק בפעילות תפעולית, בין אם במישרין ובין אם באמצעות אחזקה באמצעי שליטה, אולם האחזקה באמצעי שליטה אינה תכלית פעילותו; המנפיק פועל בחוליות מסוימות בשרשרת הערך בענף מסוים (כגון ייבוא וסחר, לוגיסטיקה, שירותי הנדסה או שירותי בנייה); המרכיב העיקרי של נכסי המנפיק הינם נכסים פיסיים או נכסים בלתי מוחשיים, כדוגמת רכוש קבוע, נדל"ן, רכוש בלתי-מוחשי (לרבות ידע, לקוחות או טכנולוגיה) והון אנושי.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 4 קטגוריות עיקריות, בהן 7 פרמטרים, כאשר חלק מהפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
ענף הפעילות	20%	סיכון ענפי	20%		20%
פרופיל עסקי	25%	היקף הכנסות	10%		10%
		מעמד עסקי	15%		15%
רווחיות	10%	שיעור רווח תפעולי	10%		10%
פרופיל פיננסי	45%	רמת מינוף	10%	הון עצמי / מאזן או חוב ל-CAP	10%
		תזרים ויחסי כיסוי	25%	חוב / EBITDA או חוב / FFO	15%
		מדיניות פיננסית	10%	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו	10%
		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.

ענף הפעילות

ענף הפעילות של מנפיק גוזר מאפיינים רבים המשותפים למנפיקים באותו ענף, ועל כן, איפיון הענף הינו בעל חשיבות באיפיון סיכון האשראי של המנפיקים הפועלים בו, וכן בהשוואה למנפיקים הפועלים בענפים שונים. מבנה שרשרת הערך בענף, מאפייני הביקושים, רמת התחרות ותמורות מבניות בהיבטים של רגולציה, טכנולוגיה, טעמי צרכנים ועוד, הינם אבני הבניין של הסביבה התפעולית בה פועל המנפיק. הפרמטר "ענף הפעילות" נועד לבטא את הערכת מידרוג לגבי מידת הסיכון הענפי ולתמוך בהערכתנו את עמידות ההכנסות והתזרימים של המנפיק בטווח הנראה לעין בפני מחזורים מאקרו-כלכליים (סייקלים), לחצים תחרותיים ושינויים מבניים בשווקים. תנודתיות זו באה לידי ביטוי באופן שונה בכל ענף פעילות. מידת הסיכון הענפי נקבעת על ידינו על פי מספר תתי פרמטרים איכותניים המהווים לראייתנו קווי אבחנה עיקריים לשם ניתוח מאפייני הסיכון בהם פועלים המנפיקים המדורגים על ידינו. בדרך כלל המשקל שמידרוג תקנה לכל אחד מתתי הפרמטרים הינו זהה. על אף זאת, ייתכנו מקרים בהם תת פרמטר אחד או יותר הינם חשובים יחסית לאחרים בענף ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר. כמו כן, בהתייחס לכל אחד מתתי הפרמטרים, אין אנו מצפים כי מאפייני הסיכון של ענף מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה לענף זה יש את מרבית המאפיינים.

מאפייני השירות/המוצר - מאפייני השירות או המוצר משפיעים במידה רבה על מאפייני הביקוש: יציבותו ועמידותו לאורך זמן. שירותים/מוצרים בעלי פרופיל ביקוש צפוי ויציב משליכים על פרופיל ענפי בעל סיכון נמוך יותר. בפרמטר זה אנו מאפיינים את מידת החיוביות של המוצר או השירות עבור צרכניו, את מאפייני הצרכנים בענף ואת מידת העמידות של הביקוש בפני המחזוריות הכלכלית, שינויים טכנולוגיים וטעמי צרכנים, וזאת כגורמים אשר עשויים להשפיע על חוסן ההכנסות ותזרימי המזומנים של המנפיקים בענף. ככלל, מוצר או שירות העונים על צורך חיוני או בסיסי ופונים לפלח שוק רחב מאוד של לקוחות פרטיים ייחשבו בעינינו חסינים יותר בפני מחזוריות כלכלית בהשוואה למשל למוצרים בלתי מתכלים המוחלפים אחת למספר שנים, או לחילופין בהשוואה לשירות הפונה ללקוחות עסקיים והביקוש אליו נגזר מתכניות השקעה של הלקוחות.

מגמות ביקוש - צריכת שירותים/מוצרים מושפעת ממגמות ביקוש. אנו מעריכים את מידת היציבות של הביקוש למוצר/שירות בטווח הבינוני ובטווח הארוך למול שינויים בטעמים ובהעדפות של הלקוחות, למול מוצרים או שירותים תחליפיים ולמול תמורת טכנולוגיות.

חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך בענף - ענף או מגזר מסוים בענף מהווה בדרך כלל חלק משרשרת ערך רחבה יותר. אופן חלוקת הסיכונים לאורך החוליות של שרשרת הערך המקיפה את הענף (כגון: יזמים, קבלנים, לקוחות ורגולטור) נגזר ממאפייני התחרות, הרגולציה והלקוחות, ומשליך על הסיכונים העסקיים העומדים בפני מי שממוקמים במקטעים השונים לאורך שרשרת הערך. מנפיקים עשויים לפעול במקטע מסוים בשרשרת הערך בענף או במספר מקטעים ואף לכל אורכה. ככל שחלוקת הסיכונים מכבידה על השחקנים בחלק מסוים של שרשרת הערך, יש בכך להשפיע באופן שלילי על הערכת הסיכון של המנפיקים הפועלים באותה חוליה בשרשרת הערך, ולהפך. במסגרת תת פרמטר זה נבחן גם מידת העומס הרגולטורי בענף, בהיבטים של תחרות וחסימי כניסה, צורכי השקעה, הענקת זיכיונות ורישיונות, מכסים ומגבלות שונות כגורם תומך או מכביד.

חסימי כניסה ותחרות - תנודתיות כלכלית יכולה להיות מושפעת במידה רבה מרמת התחרות בתוך ענף מסוים. על כן, בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים את חסימי כניסה, הכוללים, בין היתר, רגולציה בעלת השפעה על מבנה ורמת התחרות, עלויות גבוהות למעבר ללקוחות וקיומה של טכנולוגיה או נכסים ייחודיים. חסימי כניסה אלו מאפשרים או מונעים את כניסתם של שחקנים חדשים לענף.

חשיפה לגורמים אקסוגניים - חשיפה לגורמים אקסוגניים משפיעה לשלילה על היציבות הענפית ופוגמת בסיכון האשראי. ענפים החשופים באופן אינטנסיבי יותר לגורמים אקסוגניים, כגון שערי חליפין, מחירי סחורות ומחירי אנרגיה עלולים להפגין תנודתיות גבוהה יותר לאורך זמן ולהתאפיין במשברים תכופים יותר.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי כולל מאפייני מפתח של המנפיק התומכים ביכולתו לייצר הכנסות, רווחיות וערך כלכלי בתחומים בהם הוא פועל, וגם לשמור על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. מנפיקים בעלי פרופיל עסקי איכותי צפויים להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק בעייתיים ועשויים לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי מנפיקים אלה יעמדו בהתחייבויות שלהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, באופן שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש והיקף הכנסות נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר לחץ פיננסי שיפועל עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק.

היקף הפעילות

היקף פעילות גבוה עשוי לעיתים להשפיע, בין היתר, על יכולת החברה להתוות מגמות עסקיות ומגמות מחיר וביכולתה לשמור על מיצוב יציב או צומח. היקף פעילות עשוי בנוסף להוות אינדיקטור לעמידות בפני שינויים בביקוש, תנודות בעלויות וכן אינדיקטור בנוגע ליכולת מיקוח מול לקוחות וספקים. חברות בעלות היקף פעילות גבוה נוטות להחזיק במגוון קווי עסקים או בפיזור רחב יותר של לקוחות או פרויקטים, וכן בבעלותן משאבים עודפים אשר יוכלו במידת הצורך לשכך סיכונים בעלי השפעה חריפה ויוצאת דופן. מנגד,

היקף פעילות נמוך במיוחד עשוי לאפיין ענפי נישה מוגבלים בגודלם או פעילות המרוכזת בקו עסקים בודד. לעיתים היקף פעילות נמוך הינו גורם אשר מגביל את גובה הדירוג וזאת מכיוון שמתחת לגודל מסוים קיימות מגבלות לפיזור וליעילות של הפעילות.

מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר זה על ידי סך ההכנסות של המנפיק.

מעמד עסקי

הדירוג של תת-פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותית של אספקטים המשויכים למאפיינים של המנפיק ביחס לסביבה בה הוא פועל, בדגש על נתחי שוק ובידול המוצרים והשירותים. בנוסף, אנו בוחנים בפרמטר זה את גיוון ופיזור הפעילות.

במסגרת בחינת המעמד העסקי, ייבחנו נתחי השוק של המנפיק, כאשר נתח שוק משמעותי מצביע על מיצוב עסקי המאפשר להתמודד עם תנאי שוק משתנים ואף להשפיע במידה טובה יותר על תנאי השוק. נתח שוק שמוגן על ידי פטנט, רשיון, יתרון טכנולוגי או מותג יכול לבסס יתרון לפרופיל העסקי של מנפיק.

אנו בוחנים את הבידול העסקי של מנפיקים בהתייחס לפרמטר זה. יכולת מבוססת לבידול מוצרים או שירותים העשויה לתרום לנאמנות לקוחות ולשיעורי רווחיות בולטים. צורות בידול משמעותיות מתייחסות, בין היתר, לנכסים ייחודיים שאינם ניתנים להעתקה, ידע או מוניטין.

בנוסף, בפרמטר זה נבחנים בדרך כלל מספר סמגנטי העסקים, היצע השירותים שמוצעים ושווקי הקצה וגיוון הלקוחות. חברות עם מספר קווי עסקים והיקף רחב של שירותים נוטות להציג יציבות גדולה בתוצאות הפעילות בהשוואה למתחרים עם פוקוס עסקי מצומצם, בין היתר לאור צמצום סיכונים ביקוש וסיכונים הנובעים משינויים מבניים בשווקים. לעומת זאת, חברות שפועלות בשוק אחד בלבד יכולות להיות חשופות לתנודתיות גדולה בהיקף ההכנסות ובתזרים המזומנים. ריכוזיות לקוחות משפיעה על כוח המיקוח וגמישות המחיר מול הלקוחות, על חשיפה לירידה בהיקף הפעילות במקרה של נטישת לקוח מרכזי ועל סיכון אשראי הלקוחות.

גיוון ופיזור גיאוגרפי הינם בעלי משמעות גם כן, בעת בחינת הפרופיל העסקי של מנפיק, היות וחברה עם התמקדות גיאוגרפית צרה יכולה להיות מושפעת לשלילה הן על ידי אירועים כלכליים ממוקדים והן על ידי שינוי בטעמים והעדפות מקומיים. סיכונים אלו מתמתנים עבור חברות שפועלות על פני מספר אזורים גיאוגרפיים.

ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני הפרופיל העסקי של מנפיק מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר. לדוגמה, מנפיק אשר מאופיין בפיזור לקוחות נמוך אשר משפיע לשלילה על הפרמטר, אך מנגד מדובר בלקוחות איכותיים עם חוזים מחייבים לתקופה ממושכת. במקרה כזה ייתכן וינתן משקל גבוה לאיכות הלקוחות לשם קביעת הניקוד לפרמטר זה במטריצת הדירוג.

רווחיות

לרוב, רווחים מתורגמים לתזרים מזומנים שמאפשר לחברה, לאורך זמן, לשלם את החזר ההון שהושקע בה: חוב והון מניות. הרווחיות משקפת את מאפייני הענף וחסמי הכניסה אליו, את היתרונות היחסיים של המנפיק ויכולות הניהול שלו ואת יעילותו התפעולית. לרוב, רווחיות מצביעה על מעמדה התחרותי של החברה, ומאפשרת לחברה לשמר אותו באמצעות השקעות בשיווק, במחקר ופיתוח, במתקני ייצור או בהון אנושי. הרווחיות מהווה כרית לספיגת הפסדים בלתי צפויים ותנודתיות בפעילות. אנו בוחנים את רגישות הרווח למשתנים העיקריים המשפיעים על ענף הפעילות, כמו מחירי סחורות ואנרגיה, שערי חליפין ועוד. אנו בוחנים את מבנה ההוצאות התפעוליות של החברה ואת מידת הגמישות התפעולית והיכולת להתאים את מבנה ההוצאות לתקופות של האטה או משבר ענפי. אנו חותרים לבחון את הרווחיות לאורך זמן, ככל שניתן, לרבות בתקופות של משברים.

שיעור רווח תפעולי להכנסות

היחס המוביל לבחינת הרווחיות הינו *שיעור הרווח התפעולי להכנסות (Earnings before interest & tax - EBIT%)*, המחושב כרווח מפעילות לפני הוצאות מס ומימון ביחס להכנסות מהפעילות¹. הרווחיות התפעולית מצביעה על רמת התרומה הנובעת מהפעילות ומשקפת את מאפייני ענף הפעילות, מיצובה של החברה בענף ויעילותה התפעולית. הרווח התפעולי אשר לוקח בחשבון את מרכיב הוצאות הפחת של החברות השונות מהווה אינדיקטור להשקעות הוניות בחברות השונות.

יש לציין, כי מידרוג עשויה לבחון בנוסף ליחס זה, את יחס *התשואה על הנכסים (ROA)*, וזאת כאשר אנו נעריך כי יחס התשואה לנכסים הולם בצורה טובה יותר את המודל העסקי של החברה, כמו למשל עבור מנפיקים עתירי נכסים קבועים ארוכי טווח, כגון בענפי הליסינג או בענפי תשתית בעלי זיכיונות ארוכי טווח, עבורם ההכנסות נגזרות במידה רבה מהשווי הכלכלי של הנכסים הקבועים.

פרופיל פיננסי

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רמת מינוף (2) תזרים יחסי כיסוי (3) מדיניות פיננסית. המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידי" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל¹. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת.

רמת מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעורי המינוף של המנפיק. שיעורי המינוף משפיעים, בין היתר, על יכולתו לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את פעילותה בעת שינויים כלכליים ועסקיים. הפרמטר המוביל לבחינת רמת המינוף הינו *הון עצמי/סך מאזן*. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו סך ההון העצמי של החברה (לרבות זכויות מיעוט) והמכנה הינו סך המאזן. ככל שמידרוג תעריך כי יחס הון למאזן אינו משקף במידה הולמת את רמת המינוף של נכסי החברה, אנו עשויים לדרג פרמטר זה באמצעות היחס *חוב למקורות הוניים (CAP)* חלף יחס הון עצמי למאזן. למשל, כאשר נמצא לנכון למדוד את יחס המינוף בניטרול גודל המאזן, אם לראייתנו אין בו להעיד על חשיפה כלכלית של ההון העצמי ואם מפני שהמאזן בעל תנודתיות גבוהה במיוחד.

תזרים יחסי כיסוי

פרמטר זה מעיד על גמישות המנפיק ויכולת הקיום שלו בטווח הזמן הארוך, לרבות יכולתו להתאים עצמו לשינויים בסביבה הכלכלית ובענף הפעילות בהם הוא עוסק. בפרמטר זה מידרוג בוחנת שני תתי פרמטרים עיקריים:

- **חוב / EBITDA** (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization) המונה הינו סך החוב והמכנה הינו סכום ה-EBITDA, הרווח מפעילות לפני הוצאות ריבית, הוצאות מס, הוצאות פחת והפחתות. היחס מצביע על מידת החוב שהחברה נטלה ביחס לרווחיה השוטפים, והינו אינדיקטור לחוזק שירות החוב של המנפיק. יחס מהיר (נמוך) הינו אינדיקטור ליכולת החברה לשרת את התחייבויותיה ולגמישות הפיננסית שלה ליטול חוב נוסף על מנת להשקיע בשימור יתרונותיה היחסיים או להתמודד עם מחזוריות השוק ומשברים בענף. EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. בד בבד, EBITDA גם מנטרל הוצאות פחת והפחתות ומכאן שאינו משקף את צרכי ההשקעה השוטפים.

¹ הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בנייתוח תאגידיים", באתר מידרוג: www.midroog.co.il

- רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו- המונה הינו סך הרווח התפעולי והמכנה הינו סך הוצאות המימון נטו (בקיצוץ הכנסות מימון). יחס זה מבטא את יכולת המנפיק לשלם הוצאות מימון מהפעילות השוטפת. יחס זה הינו מדד ליכולת החברה להמשיך למחזר את חובה ומעיד על גמישות פיננסית.

מידרוג עשויה להחליט על מדידת יחסי כיסוי שונים לצורך אמידת המינוף התזרימי, וזאת כאשר לראייתנו היחסים המובילים אינם משקפים בהכרח את המודל העסקי של המנפיק ו/או את מבנה הנכסים של המנפיק ו/או את מבנה הוצאותיו. למשל, בחברות עתירות השקעות בנכסים קבועים, כאשר אנו נעריך שהוצאות המימון הינן משמעותיות במודל העסקי של החברה אנו עשויים להסתמך על יחס *חוב ל-FFO* כיחס מוביל חלף היחס *חוב ל-EBITDA*.

מדיניות פיננסית

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 פנימיים, 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 וסיכוי שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסיבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכויי 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 תאגידים לא-פיננסיים ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **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 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.
- **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 בה 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 קשורה 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 הזכרו 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 מידרוג². 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.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על תאגידים לא-פיננסיים 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 שגישות לבזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

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

מגבלות

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

מגבלות מטריצת הדירוג

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת הדירוג לבין הדירוגים בפועל. מטריצת הדירוג במתודולוגיה זו הינה כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה במטריצת דירוג זו. כמו כן, השימוש במטריצת הדירוג עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

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

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

² הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג www.midroog.co.il

אנו עשויים לעשות שימוש במטריצת הדירוג לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים בענף זה. חברות בענף זה עלולות לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

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

דוחות קשורים

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 02.11.2022

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, שחיקה בשיעור הרווחיות, 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.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aa.il ומעלה	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
ענף הפעילות	20%			<p>השירות/המוצר בענף מספק צורך חיוני למדי של לקוחות פרטיים או עסקיים בפיזור רחב מאוד ומצוי בשימוש יומיומי של לקוחות אלה, במידה התרמת ליציבות הביקוש ולנראות טובה מאוד של ההכנסות; הביקוש למוצר חשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית;</p>	<p>השירות/המוצר בענף פונה שוק רחב של לקוחות פרטיים או עסקיים בפיזור גבוה, ומספק צרכים בסיסיים למדי, במידה התרמת ליציבות הביקוש לאורך זמן; הביקוש עשוי להיות חשוף לדחיה מצד הלקוחות בשל מאפייניו ועל כן חשוף במידה בינונית/ גבוהה למחזוריות הכלכלית; חוזי התקשרות ארוכי טווח עשויים להשפיע לחיוב על נראות ההכנסות;</p>	<p>השירות/המוצר בענף פונה בעיקר ללקוחות עסקיים גדולים, ומצוי בהלימה גבוהה/גבוהה מאוד עם המחזוריות הכלכלית במידה הפוגמת ביציבות הביקוש; השירות בענף מושתת על הזמנות של פרויקטים לטווח בינוני במידה הפוגמת ביציבות ההכנסות לאורך זמן; צבר הזמנות גבוה או חוזי התקשרות ארוכי טווח עשויים להשפיע לחיוב על נראות ההכנסות;</p>	<p>השירות/המוצר בענף פונה בעיקר ללקוחות עסקיים ומצוי בהלימה גבוהה עם מחזורי ההשקעות של הלקוחות, במידה הפוגמת ביציבות הביקוש; הביקוש למוצר/לשירות חשוף במידה גבוהה/גבוהה מאוד למחזוריות הכלכלית;</p>
				<p>מגמת הביקוש לשירות/למוצר הינה חיובית/יציבה בטווח הנראה לעין; הביקוש אינו נתון לאיום משמעותי מצד תחליפים, טעמי צרכנים או תמורות טכנולוגיות; ביציבות הביקוש; השחקניות בענף נושאות בכובד הסיכונים התפעוליים לאורך שרשרת הערך, במידה הפוגמת ביציבות הערך, והענף ידע משברים לאורך השנים;</p>	<p>מגמת הביקוש לשירות/למוצר הינה יציבה לפחות בטווח הבינוני; הביקוש עשוי להיות נתון לאיום מצד תחליפים, טעמי צרכנים או תמורות טכנולוגיות; חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך מאזנת את הסיכונים התפעוליים בענף במידה רבה / במידה בינונית ותורמת ליציבות הענף. הרגולציה בענף עשויה להיות גורם מכביד;</p>	<p>הביקוש לשירות/למוצר נתון לאיום מצד תחליפים, טעמי צרכנים ו/או תמורות טכנולוגיות, במידה הפוגמת ביציבות הביקוש; חלוקת הסיכונים לאורך שרשרת הערך אינה מאזנת ומכבידה על השחקניות בענף במידה רבה/רבה מאוד. הענף ידע משברים לאורך הרגולציה מכבידה על יציבות הענף;</p>	<p>הביקוש לשירות/למוצר נתון לאיום משמעותי מצד תחליפים, טעמי צרכנים ו/או תמורות טכנולוגיות במידה הפוגמת ביציבות הביקוש; השחקניות בענף נושאות בכובד הסיכונים התפעוליים לאורך שרשרת הערך, במידה הפוגמת ביציבות הערך, והענף ידע משברים לאורך השנים;</p>
				<p>על יציבות הענף;</p>	<p>להיות גורם מכביד;</p>	<p>מכבידה על יציבות הענף;</p>	<p>משברים לאורך השנים;</p>
				<p>חסמי כניסה מהווים הגנה על נתחי שוק מול שחקנים חדשים בענף; השירות/המוצר מאופיין בערך מוסף גבוה הנובע מנכסים יחודיים כגון טכנולוגיה, זיכיון ייחודי, הון אנושי, מותג או מוניטין, המהווים גורמי בידול בהתווית הביקוש;</p>	<p>חסמי כניסה מהווים הגנה על שחקנים בענף; מידת הבידול של השירות/המוצר הינה גבוהה/בינונית; רגישות מחיר מצד הלקוחות מחלישה את כוחן התחרותי של השחקניות בענף ואת גמישות המחיר;</p>	<p>חסמי כניסה נמוכים או עלויות נמוכות מעודדים כניסתם של שחקנים חדשים לענף; מידת הבידול של השירות/המוצר הינה בינונית/נמוכה; השחקנים בענף נתונים ללחצי מחיר מתמשכים מצד הלקוחות;</p>	<p>מידת הבידול של השירות/המוצר הינה נמוכה/נמוכה מאוד; הענף נתון ללחצי מחיר גבוהים וידע משברים בעבר;</p>
				<p>הענף אינו חשוף במידה רבה למחירי סחורות, אנרגיה, שערי חליפין או משתנים אקסוגניים בעלי מאפיינים תנודתיים.</p>	<p>הענף חשוף במידה בינונית למחירי סחורות, אנרגיה, שערי חליפין או משתנים אקסוגניים בעלי מאפיינים תנודתיים.</p>	<p>הענף חשוף במידה רבה למחירי סחורות, אנרגיה, שערי חליפין או משתנים אקסוגניים בעלי מאפיינים תנודתיים.</p>	<p>הענף חשוף במידה רבה מאוד למחירי סחורות, אנרגיה, שערי חליפין או משתנים אקסוגניים בעלי מאפיינים תנודתיים.</p>

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
פרופיל עסקי	היקף הכנסות	הכנסות (מיליוני ש"ח)	10%	≥8,000	2,500-8,000	800-2,500	200-800	≤ 200
	מעמד עסקי	מעמד עסקי	15%	נתח שוק דומיננטי אשר מייצג מעמד של מונופול או אוליגופול; מספר רב של סגמנטי עסקים ומונון רחב של ערוצי שירותים בכלל הסגמנטים; שוק קצה מגוון ללא ריכוזיות לקוחות; פיזור פעילות רחב ללא חשיפה לניאוגרפיה מסוימת; מוצר/שירות ייחודי.	אחת החברות בעלות נתח השוק המשמעותי בענף הפעילות; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים במרבית הסגמנטים; שוק קצה מגוון עם ריכוזיות לקוחות מועטה; פיזור פעילות גלובלי עם גיוון רב; מוצר/שירות בעל בידול גבוה; עבור חברות בענפי התעשייה הביטחונית וקבלנות: צבר הזמנות גבוה; יחס צבר להכנסות עולה על 2.0	נתח שוק מקומי גבוה או שחקן נישה בשוק או בסגמנט פעילות; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים לפחות בסגמנט אחד; שוק קצה מגוון במידה בינונית בסגמנט הפעילות העיקרי עם חשיפת לקוחות מסוימת; פיזור פעילות מקומי אך עם מאפייני פיזור בתוך השוק; קיים בידול של המוצר/שירות; עבור חברות בענפי התעשייה הביטחונית וקבלנות: צבר הזמנות מוגבל.	שחקן קטן בהשוואה למתחרי מפתח בשוק; תלות גבוהה בסגמנט עסקי יחיד; שוק קצה מגוון במידה מעטה עם חשיפה בינונית ללקוחות; פעילות ריכוזית במידה מסוימת; בידול מוגבל של המוצר/שירות; עבור חברות תעשייה ביטחונית וקבלנות: צבר הזמנות מוגבל.	שחקן קטן מאוד בהשוואה למתחרים מפתח בשוק; סגמנט עסקים אחד; ריכוזיות לקוחות גבוהה; פיזור פעילות ריכוזי בצורה גבוהה; לא קיים בידול למוצר/שירות.
רווחיות	רווחיות	שיעור רווח תפעולי	10%	≥ 12%	8%-12%	4%-8%	2%-4%	≤ 2%
	רמת מינוף	הון / מאזן	10%	≥ 55%	40%-55%	25%-40%	10%-25%	≤ 10%
פרופיל פיננסי	או חוב / CAP			≤ 30%	30%-50%	50%-65%	65%-80%	80% >
	חוב / EBITDA		15%	≤ 1	3-1	5-3	7-5	≥ 7
	או חוב / FFO			≤ 2	5-2	8-5	12-8	≥ 12
	רווח תפעולי / הוצאות מימון		10%	≥ 8	6-8	3-6	1-3	≤ 1

מדיניות פינוסית

10%

המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיניות החלוקה שמרנית מאוד; מידת הסיכון לאירוע (event risk) שיוכל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכוני 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 (event risk) שיוכל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכוני 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 ובאה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה; התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה / בינונית; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית.

המדיניות הפיננסית של החברה נוטה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב והדבר ניכר גם במדיניות חלוקה או שקיימת אי ודאות גבוהה יחסית לגביה; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין.

המדיניות הפיננסית של החברה נוטה 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 (0.5-20.5) וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים *** 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").

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 הפסד 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 להסתיע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) לא 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 שהדיון 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>