

דירוג יצרניות חשמל

הזמנה להגיש הערות מהציבור | דצמבר 2022

אנשי קשר:

תומר דר

ראש צוות

tomero@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

elad.seroussi@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה "דירוג חברות וספקיות חשמל הפועלות בשווקים ללא הסדרה תעריפית" שפורסמה על ידה ביולי 2020 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג החברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

הרחבת הפרמטרים השונים והשיקולים הנבחרים במסגרתם, חלוקה מחדשת של הפרמטרים והקטגוריות, וכן שינויי עריכה, ביניהם:

1. הגדלת משקלם של הפרמטרים הנמדדים תחת קטגוריית "סביבת הפעילות", תוך איחוד הפרמטר "תחזית הענף במדינות בהן פועלת החברה" אל תוך הפרמטרים הנתרים. מטרת השינוי הינה לשקף את גישתנו כי איכות האשראי של המנפיקים המדורגים תחת מתודולוגיה זו מושפעת, במידה רבה, מסביבת הפעילות שלהם.
2. ביטול הפרמטר "נתח שוק" לצד מדידת הפרמטר "היקף פעילות" באמצעות סך מאזן. להערכתנו, מדידת נתח השוק בחברות הפועלות בשווקים בינלאומיים, מייצרת שונות נמוכה בדירוגי המנפיקים, ועל כן, הפרמטר "היקף פעילות" משקף באופן מספק את היתרונות העשויים לנבוע מגודל החברה. בד בבד, להערכתנו, מדידת הפרמטר "היקף פעילות" באמצעות סך הנכסים שעומדים לרשות המנפיק, מביאה לידי ביטוי גם השקעות הוניות שביצע המנפיק במגזרי פעילות שטרם החלו הפעלה מסחרית, או שטרם החלו להניב הכנסות. לצד האמור, בוטל הפרמטר "ערך מוסף". להערכתנו, פרמטר זה בא לידי ביטוי בפרמטרים האחרים הכלולים במטריצה (כהגדרתה להלן) וכן בשיקולים הנוספים המפורטים מחוץ למטריצה.
3. הסרת הפרמטרים "גיוון מוצרים" ו"סוג ומגוון לקוחות".
4. הוספת הפרמטר "איכות ויציבות הפעילות".
5. ביטול פרמטר "רווחיות" היות ולהערכתנו הוא משתקף באופן מספק בפרמטרים הקיימים במתודולוגיה המוצעת. נציין, כי בחברות בהן פרמטר זה יוצא דופן לחיוב / לשלילה, אנו עשויים לתת לו ביטוי גם במסגרת השיקולים הנוספים.
6. העברת פרמטר "נזילות וגמישות" לשיקולים הנוספים. על אף שאנו סבורים כי פרמטר זה הינו קריטי לדירוגי אשראי, הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת השוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים, כמפורט בהמשך מסמך זה.
7. הוספת הפרמטר "מדיניות פיננסית" כהערכה איכותית של מדיניות המנפיק לגבי חלוקת רווחים, השקעות ורכישות ממונפות וניהול הנזילות, כמאפיינים המגלמים את מידת האיזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של בעלי החוב בחברה. הכללתו של פרמטר זה במסגרת מטריצת הדירוג מאפשרת להערכתנו השוואתיות טובה בפרמטר חשוב זה בין המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו.
8. מדידת המינוף באמצעות הפרמטר "חוב ל-CAP" חלף הפרמטר "הון עצמי למאזן". להערכתנו, הפרמטר "חוב ל-CAP" מנטרל לעיתים שינויים זמניים בהיקף המאזן ועל כן, אנו מעריכים כי פרמטר זה, מאפשר להשוות בין המנפיקים מנקודת מבט כלכלית יותר.
9. שינוי תתי - הפרמטרים הנבחרים תחת הפרמטר "תזרים יחסי הכיסוי" ל-"חוב / EBITDA" ו-"EBIT / הוצאות מימון" (חלף "FFO + Int / Int", "FFO / Debt" ו-"RCF / Debt"). מטרת השינוי הינה ליצור בסיס השוואתי עקבי ושקוף יותר בין המנפיקים. בנוסף, להערכתנו, מדידת ה-EBIT מאפשרת, בין היתר, לבחון גם את היעילות התפעולית של המנפיק. ביטולו את ההתייחסות ל-RCF, היות ומנפיקים רבים המדורגים תחת מתודולוגיה זו אינם מחלקים דיבידנדים ועל כן נוצרה שונות נמוכה בין ציוני הפרמטרים בקטגוריה זו.
10. עדכון והרחבת השיקולים הנוספים אשר עשויים להיבחן כחלק מהדירוג.
11. פירוט משקולות הפרמטרים ומטריצת הדירוג כמפורט בנספח לדוח זה.

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 כטיוטה 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 15.01.2023.**

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י יצרניות חשמל. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף זה. בדוח מתודולוגי זה מוצגת מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של חברות הפועלות בענף ולסכם את הפרמטרים העיקריים, שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים בענף ייצור החשמל. 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 בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, ייתכן 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 יצרניות חשמל הפועלות בשווקים גלובליים שונים, אשר עיקר פעילותן הינה מכירת חשמל ללקוחות, לרוב באמצעות חברות פריקט אשר נמצאות בבעלותן. נציין, כי מתודולוגיה זו אינה חלה על חברות הפועלות תחת אסדרה תעריפית (כגון: חברת החשמל לישראל בע"מ).

תיאור ענפי הפעילות

יצרניות חשמל נוטות למאפיינים הבאים: (א) המודל העסקי של חברות אלו נשען בעיקרו על ייצור חשמל, בטכנולוגיות שונות, ומכירתו ללקוחות; (ב) מרבית הרווחים ותזרימי המזומנים נשענים על מחיר תחרותי ולא על מחיר מפוקח (להבדיל מפעילות מפוקחת האופיינית לחברות הפועלות תחת מתודולוגיית מידרוג לדירוג חברות חשמל הפועלות תחת רגולציה); (ג) החברות לרוב פועלות במדינות אשר עברו, או נמצאות בעיצומו, של תהליך ליברליזציה בשוק הייצור, ההפקה, השווקים הסיטונאים ופעילות הקצה בתחום הפעילות; (ד) פעמים רבות החברות פועלות בשווקים בהם המחירים הסיטונאים והקמעונאיים, נקבעים, או שיקבעו בעתיד, על ידי מנגנוני שוק חופשי; (ה) בעוד המחיר שהחברות גובות אינו מפוקח, במקרים רבים החברות כפופות לסוגים שונים של רגולציה; (ו) לרוב, נכסי החברות הללו, מאוגדים תחת חברות פריקט, אשר מוחזקות במלואן או בחלקן על ידי המנפיק, שהינו הישות העסקית המנהלת את הנכסים ומפעילה אותם. נכסים אלו ממומנים לרוב במימון פרויקטאלי, דבר אשר מביא לנחיתות מבנית של החובות המונפקים על ידי החברות, ביחס למימון הפרויקטאלי.

בנוסף לאמור לעיל, מנפיקים המדורגים תחת מתודולוגיה זו, נהנים לעיתים מתמריצי מס הרלוונטיים לענף. בפרט, בארה"ב, הממשל הפדראלי מעניק תמריצים כלכליים לפרויקטי אנרגיה מתחדשת, כדוגמת הטבות פחת וכן הטבת ה-PTC (Production Tax Credit), והטבת ה-ITC (Investment Tax Credit), אשר ניתנות למימוש כנגד חבות מס פדראלית בארה"ב. הטבות המס השונות ניתנות לניצול באופן מיטבי בעיקר דרך התקשרות עם שותף מקומי בעל חבות מס פדראלית. במסגרת ההתקשרות, שותף המס מעמיד חלק מההון הנדרש להקמת הפרויקט, בתמורה לקבלת מרבית הטבות המס, הפחת וחלק מן הרווחים בגין הפרויקט.

נציין, כי בדוחות הכספיים, נרשמת בגין הטבה זו התחייבות תחת סעיף "התחייבות בגין הסכם עם שותף מס". מהות הסעיף הינה למעשה ההטבות שזכאי שותף המס לקבל מהממשל וחלק מסוים מרווחי הפרויקטים. כך, שלמעשה באופן רגיל, לא אמור המנפיק לשאת בעלויות אלה. על כן, מידרוג איננה לוקחת בחשבון סעיף זה כחלק מהחוב הפיננסי של המנפיק בחישוב הפרמטרים השונים. נציין, כי במקרי קיצון מסוימים, ככל ומידרוג תעריך כי ישנה סבירות שהמנפיק יאלץ לשאת בחלק מהתחייבויות אלו, היא עשויה לכלול את הסעיף, בגין חלק מהפרויקטים, כחלק מהחוב הפיננסי.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 9 פרמטרים, כאשר חלק מהפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת פרמטר	משקל תת-פרמטר
סביבת הפעילות	30%	ודאות תזרים המזומנים	15%	---	15%
		חסמי כניסה	5%	---	5%
		מסגרת רגולטורית	10%	---	10%
פרופיל עסקי	25%	היקף פעילות	10%	סך מאזן	10%
		איכות ויציבות הפעילות	10%	איכות הפיזור הגיאוגרפי	5%
		היקף ומורכבות תוכנית השקעות	5%	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	5%
		תזרים יחסי כיסוי	25%	Capex / PPE ¹	5%
		רמת מינוף	10%	חוב / EBITDA	10%
סה"כ	100%	מדיניות פיננסית	10%	---	10%
		פרופיל פיננסי	45%	EBIT / הוצאות מימון נטו	15%
		סה"כ	100%	חוב / CAP	10%
סה"כ	100%	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".

¹Property, Plant, and Equipment

פירוט הפרמטרים העיקריים

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם לכושר החזר האשראי.

סביבת הפעילות

להערכתנו, סיכון סביבת הפעילות מושפע מוודאות תזרים המזמנים בענף, מאפייני הביקושים, רמת התחרות וחסימי הכניסה ותמורות מבניות בהיבטים של רגולציה, טכנולוגיה, טעמי צרכנים ועוד, אשר הינם אבני הבניין של הסביבה התפעולית בה פועל המנפיק. הפרמטר "סביבת הפעילות" נועד לבטא את הערכתנו לעמידות 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 סביבת פעילות. מידת הסיכון נקבעת על ידינו על פי מספר תתי פרמטרים איכותניים המהווים לראייתנו קווי אבחנה עיקריים לשם ניתוח מאפייני הסיכון בהם פועלים המנפיקים המדורגים על ידינו. 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. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר.

וודאות תזרים מזמנים - פרמטר זה בוחן ומכמת את רמת הוודאות, איכות ופיזור תזרימי המזמנים של החברה. למעשה, תזרים המזמנים של החברה הפועלת בענף נשען ברובו על הגורמים הבאים: (1) **מאפייני הסכמים עם לקוחות**: חברות בענף נוטות להתקשר עם לקוחות בהסכמי PPA (Power Purchase Agreement) לטווחים שונים ולפרקי זמן קצרים עד ארוכים, לעיתים, תוך התחייבות לתעריפי הזנה (Feed In Tariff), המהווים למעשה התחייבות לרכישת כלל החשמל המיוצר במתקן בתעריף קבוע וידוע מראש, למשך תקופה ארוכה. ככלל, להערכתנו, חוזים ארוכים ושיעור גבוה של הכנסות מגובות בתעריפים קבועים, או לחלופין גידור תזרימים, יחזקו את וודאות תזרים המזמנים של החברה; (2) **שיעור הסכמים מההספק המותקן**: וודאות תזרים המזמנים בחברות הפועלות בענף נסמכת במידה רבה על שיעור ההסכמים הקיימים מההספק המותקן, דהיינו מהו שיעור התפוקה של החברה המובטח ללקוחות. שיעור גבוה מקטין את אי וודאות תזרים המזמנים; (3) **פרופיל הלקוחות**: נבחן פרופיל הלקוחות אליו חשופה החברה. תיק לקוחות רחב, בעלי סיכון אשראי נמוך ובפיזור גיאוגרפי גבוה מקטין את חשיפת החברה ומגביר את רמת הוודאות בנוגע לתזרימי המזמנים; (4) **אופי הטכנולוגיות העומדות בבסיס תזרים המזמנים**: טכנולוגיות פשוטות, יציבות ובעלות היסטוריה תפעולית ארוכה וחיובית צפויות לחזק, להערכתנו, את וודאות תזרים המזמנים של החברה.

חסמי כניסה ותחרות - במסגרת הפרמטר נבחנים, בין היתר, חסמי כניסה הנובעים ממורכבות טכנולוגית, מצורך בקבלת זיכיון או רישיון ייחודי, מידע ייחודי או מהיכרות מעמיקה עם השוק או הרגולציה, זאת לצד חסמים הנובעים מצורך בהשקעות הון מהותיות, מאפשרויות השגת מימון לתחום הפעילות, או מהאופן בו מגמות חברתיות וממשלתיות מעודדות / אינן מעודדות את התפתחות הענף. להערכת מידרוג, חסמי כניסה מהותיים מצמצמים את כניסתם של מתחרים חדשים לענף ובכך מגינים על נתח השוק של המנפיק ותומכים בדירוג.

מסגרת רגולטורית - פרמטר זה בוחן את מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית, שקיפותה ועקביות בהחלטות עבר של הרגולטור. על אף שמחיר החשמל אינו מפוקח, הענף בכללותו נמצא תחת רגולציה, ועל כן כל שינוי שהוא עשוי / עלול להשפיע ישירות על פעילותן של החברות בענף. סביבה רגולטורית תומכת דירוג תתאפיין ב-Track Record ארוך, חיובי ויציב, שקיפות חוקתית, מערכת משפטית ברורה ומוגדרת, עקביות ורמת צפייות וחיזוי גובהה בכל הקשור לרגולציה. בד בבד, תמריצים ו/או תמיכה ממשלתית, יוצאי דופן, לתחום הפעילות עשויים גם הם לתמוך בדירוג.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי כולל את מאפייני המפתח 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 שיפגע עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק וכוללת בחינה של היקף פעילותו של המנפיק, איכות יציבות פעילותו וכן היקף ומורכבות תוכנית ההשקעות שלו.

היקף פעילות

סך מאזן - מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר זה על ידי סך המאזן של המנפיק. סך מאזן גבוה עשוי להוות אינדיקטור לעמידות בפני שינויים בביקוש, תנודתיות בעלויות וכן אינדיקטור בנוגע ליכולת מיקוח מול לקוחות וספקים. חברות בעלות סך מאזן גבוה נוטות להחזיק במגוון פעילויות או בפיזור רחב יותר של לקוחות או פרויקטים, וכן בבעלותן משאבים עודפים אשר יוכלו במידת הצורך לשכך סיכונים בעלי השפעה חריפה ויצאת דופן. מנגד, סך מאזן נמוך במיוחד עשוי לאפיין פעילות מוגבלת וריכוזית, אשר הינה לעיתים בעלת מאפיינים איכותיים נמוכים. מדידת גודלו של המנפיק באמצעות סך הנכסים שעומדים לרשותו מביאה לידי ביטוי גם השקעות הונית שביצע המנפיק במגזרי פעילות שטרם החלו הפעלה מסחרית, או שטרם החלו להניב הכנסות.

איכות יציבות הפעילות

איכות פיזור גיאוגרפי - פרמטר זה לוקח בחשבון הן את הפיזור הגיאוגרפי, כלומר, את מספר מוקדי הפעילות של החברה, והן את איכותם ויציבותם של השווקים בהם היא פועלת. פיזור גיאוגרפי על פני מספר שווקי פעילות שונים ואיכותיים ממתן, להערכתנו, את הסיכונים להם חשוף המנפיק ותומך בדירוג. מנגד, מנפיק הפועל במספר שווקים מצומצם ו/או בשווקים שאינם מפותחים ויציבים, עלול להיות מושפע לשלילה הן על ידי אירועים כלכליים ממוקדים והן על ידי שינוי ברגולציה או מבנה שוק מקומי.

איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות - במסגרת פרמטר זה תיבחן מידת איכות וגיוון מגזרי הפעילות של החברה. בתוך כך, ייבחנו המורכבות הטכנולוגית, היציבות וההיסטוריה התפעולית המאפיינות את הפעילויות השונות וכן תבוצע בחינה לגבי גיוון מקורות הדלקים של החברות, סיכוני ההיצע והמחיר של דלקים אלו ומידת הגמישות התפעולית שהם מאפשרים. טכנולוגיות נפוצות בענף עשויות לכלול, מתקנים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, אנרגיית רוח, אגירה שאובה, אגירת אנרגיה מבוססת סוללות ליתיום, אנרגיה הידרואלקטרית, תחנות כוח מבוססות גז טבעי, סולר, מזוט, הידרואלקטרית וגיאותרמי, מתקני ביו-גז ועוד. גיוון גבוה של טכנולוגיות ייצור עשוי לאפשר למנפיק להתמודד עם זעזועים שונים במידה טובה יותר ולשפר את מיצובו בשוק.

היקף ומורכבות תוכנית ההשקעות

Capex / PPE - היחס שבין ההוצאות ההוניות של החברה לבין סך נכסי הרכוש הקבוע (כגון רכוש קבוע, פרויקטים בהקמה, נכס פיננסי בגין פרויקטים וכו') שהיא מחזיקה. יחס זה נועד לבחון את היקף תכנית הפיתוח וכלל ההשקעות ההוניות של החברה ביחס לסך נכסי הרכוש הקבוע שלה. חברות הנמצאות בשלבי פיתוח מסיביים, חברות "צעירות", או חברות הנמצאות במגמת צמיחה אגרסיבית, תהיינה בעלות יחס גבוה, המעיד על רמות סיכון גבוהות יותר. נציין, כי במקרים בהם תכנית ההשקעות מאופיינת במורכבות יוצאת דופן (כגון פרויקטים גדולים במיוחד, טכנולוגיה מורכבת או חדשה וכדומה), תיתכן התאמה שלילית לציון של פרמטר זה, מעבר לטווח המוצג במתודולוגיה.

פרופיל פיננסי

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג - "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן כפי שהן מובאות

במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים"².

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) תזרים ויחסי כיסוי; (2) רמת מינוף; (3) מדיניות פיננסית, אך עשויה להכיל בחינות נוספות עקב השונות הגבוהה בין החברות השונות. להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנו במסגרת הניתוח הפיננסי:

תזרים ויחסי כיסוי

פרמטרים אלו נועדו לבחון את יכולת כיסוי החוב והריבית של המנפיק בטווח הזמן הארוך, לרבות יכולתו להתאים עצמו לשינויים בסביבה הכלכלית ובענף הפעילות בהם הוא עוסק. בפרמטר זה מידרוג בוחנת שלושה תתי פרמטרים עיקריים:

חוב / EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization) - המונה הינו סך החוב והמכנה הינו סכום ה-EBITDA, המהווה את 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.

EBIT / הוצאות מימון נטו - המונה הינו ה-EBIT, כלומר, 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 חובותיה ומעיד על גמישות פיננסית.

להלן דגש בקשר עם מדידת החוב, בעיקר בחברות המחזיקות בחברות פרויקטים: חברות המשמשות כיזמיות בפרויקטי תשתית עשויות לשאת במאזן (או בישויות בשליטה משותפת) חוב פיננסי בכיר ייעודי לפרויקט (Project Finance). חוב פרויקטלי שונה במאפייניו ביחס לחובות רגילים של החברה, הן משום שלעיתים קרובות החוב הפרויקטלי אינו בעל זכות חזרה לבעלי המניות והוא נפרע רק מתזרימי הפרויקט והן משום שחוב זה ניהנה מבכירות בתזרימי המזומנים מהפרויקט. אנו מחשיבים את החוב הפרויקטלי כחלק מסך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה תוך שאנו מביאים בחשבון את המאפיינים הייחודיים של חוב זה, את יחסי הכיסוי המאפיינים את הפרויקט, את מאפייני הסכם המימון והאסטרטגיה להמשך האחזקה בפרויקט.

רמת מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעור המינוף של המנפיק. שיעורי המינוף משפיעים, בין היתר, על יכולתו לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את פעילותו בעת שינויים כלכליים ועסקיים. בדרך כלל, רמת המינוף של המנפיק מושפעת בעיקרה ממדיניות פיננסית. ככלל, ככל שרמת המינוף של המנפיק גבוהה יותר, כך גדל הסיכוי להתרוקנות מאגרי מקורות המזומנים שלו, ונפגעת יכולת ההתמודדות של המנפיק עם תנודות בסביבת הפעילות.

בפרמטר זה בוחנת מידרוג את יחס חוב / CAP³. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו החוב והמכנה הינו ה-CAP. ה-CAP הינו סך ההון העצמי של המנפיק בתוספת החוב הפיננסי והתחייבויות מיסים נדחים לזמן ארוך.

² הדוחות מפורסמים באתר מידרוג: www.midroog.co.il
³ Capital

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** - פעמים רבות חברות המדורגות תחת מתודולוגיה זו ירכשו חברות כחלק מאסטרטגיית כניסה לשווקים גיאוגרפים / מגזרי פעילות חדשים. רכישת חברות או פעילות הינה צעד בעל סיכון מסוים בשל האתגרים בהטמעת פעילות חדשה, ביצירת סינרגיה ובכניסה לשווקים חדשים. רכישות המבוססות על מינוף גבוה מעצימות אתגרים אלו ויכולות להעיד על מדיניות אגרסיבית.
- **ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלוקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, גידורים, 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 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 יצרניות חשמל ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **נזילות** - פרמטר הנזילות קריטי לדירוגי אשראי, אולם הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת ההשוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים. בחינת הנזילות של החברה תיבחן, בין היתר, באמצעות יחס מקורות לשימושים ברמת הסולו 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).
- **אסטרטגיית עסקית** - מידרוג בוחנת את אסטרטגיית המנפיק בקשר עם מודל הפעילות העסקית (כגון: ייזום פרויקטים, רכישת

פרויקטים בהקמה / בהפעלה, אחזקת פרויקטים לטווח ארוך או מכירתם בשלב ה-NTP⁴) וכן את מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיה העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות המנפיק ותוכניותיו לעתיד (ככל שרלוונטי). בד בבד, כחלק מפרמטר זה אנו עשויים לבחון את שיעורי ההחזקה והשליטה בנכסים ובפרט את רמת ההשפעה של המנפיק על קבלת החלטות המהותיות בנוגע להם. להערכת מידרוג, חוסר יכולת קבלת החלטות מהותיות בנוגע לנכסים, לרבות רכישות, מימושים ומימון, מעיד על גמישות עסקית ופיננסית מוגבלת, ופוגע בכושר החזר האשראי של המנפיק.

- **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, שינויים במבנה ההון של החברה ועוד. בד בבד, אנו עשויים לקחת בחשבון סיכון לאירועי אבטחת מידע וסייבר. להערכתנו, סיכון זה חושף את החברות בענף (ובמשק) לסיכויי אשראי ומוניטין מתפתחים, כאשר אנו עדים לעלייה במספר האירועים בשנים האחרונות, בין היתר לאור הסתמכות הולכת וגוברת על טכנולוגיה בפעילות העסקית.
- **גמישות פיננסית** - חברות בענף מאופיינות בפעילות לטווח ארוך, אשר דורשת קיום השקעות נרחבות, הן לצורך הגדלת נפח הפעילות והן לשם תחזוקת פעילות קיימת. צורך זה מוביל לכך כי חברות אלו נדרשות לביצוע גיוסים שוטפים, מהותיים ועקביים מהמערכת הפיננסית. מידרוג לרוב תבחן את עמידת המנפיק או חברות פרויקט בבעלותו באמות המידה הפיננסיות השונות. אי עמידה באמות מידה או קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, בין אם תהווה עילה לפירעון מיידי ובין אם תביא לסנקציה אחרת, עלולה להשפיע לשלילה על דירוג המנפיק ותקבל ביטוי שלילי בשיקולים נוספים. מנגד, אנו עשויים לבחון באופן חיובי את יכולתם של מנפיקים לייצר נזילות על ידי נטילת הלוואות בגין נכסים לא משועבדים ו/או מימוש נכסים אלו. כחלק מבחינת הגמישות הפיננסית של המנפיק מידרוג בוחנת גם את מועד פירעון הלוואות והאמורטיזציה של הלוואות, תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה לאורך זמן. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש העולה מעומס פירעונות בשנים מסוימות והאם קיימים גורמים ממתנים לסיכונים אלו.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי" להלן. מנפיקים בענף מתאפיינים פעמים רבות בנחיתות תזרימית, היות והתזרימים העולים אליהם משרתים תחילה את החובות הפרויקטליים / שותפי המס. להערכתנו, הסיכון הנגרם מנחיתות זו עשוי להתמתן, באופן מסוים, באמצעות פיזור גבוה של פרויקטים ו/או וודאות תזרימית גבוהה ו/או החזקה של נזילות גבוהה ברמת הסולו.
- **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 מניות** - 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

⁴ Notice To Proceed

חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם, ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.

- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
- **אחר** - 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.

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 מידרוג⁵. 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 יצרניות חשמל 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 המקרה-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 עשוי להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

⁵ הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג www.midroog.co.il

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 הממתנים, באופן איכותי.

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

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

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

דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים 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: 14.12.2022

נספחים

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 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.

נספח 2 - מטריצת הדירוג ליצרניות חשמל

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה
סביבת הפעילות	וודאות תזרים המזומנים	---	15%	תזרים מזומנים ודאי, הנובע מפרויקטים בעלי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת, הפועלים במספר כלכלות חזקות ומפותחות. כלל התזרימים נובעים מהסכמים ארוכי טווח, בעלי תעריף קבוע (כדוגמת Feed-In Tariff) מול לקוחות בעלי סיכון אשראי נמוך מאוד.	תזרים מזומנים ברמת ודאות גבוהה מאוד, הנובע מפרויקטים בעלי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת, הפועלים בעיקר בכלכלות חזקות ומפותחות. רוב התזרימים נובעים מהסכמים ארוכי טווח, בעלי תעריף קבוע (כדוגמת Feed-In Tariff) מול לקוחות בעלי סיכון אשראי נמוך מאוד.	תזרים מזומנים ברמת ודאות גבוהה, הנובע בעיקר מפרויקטים בעלי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת, הפועלים ברובם בכלכלות חזקות ומפותחות. חלק ניכר מהתזרימים נובעים מהסכמים בעלי תעריף קבוע (כדוגמת Feed-In Tariff) מול לקוחות בעלי סיכון אשראי נמוך או המגודרים לטווח ארוך.	תזרים מזומנים ברמת ודאות בינונית, הנובע מפרויקטים בעלי מגוון טכנולוגיות, הפועלים, בין היתר, בכלכלות חזקות ומפותחות. חלקים מהתזרים חשופים לסיכונים שוק ומחיר. לקוחות בעלי סיכון אשראי בינוני.	תזרים מזומנים ברמת ודאות נמוכה, המבוסס על פרויקטים בטכנולוגיות שאינן יציבות / מוכחות / פשוטות, הפועלים ברובם בכלכלות מתפתחות. חלקים ניכרים מהתזרים חשופים לסיכונים שוק ומחיר. לקוחות בעלי סיכון אשראי גבוה יחסית.	תזרים מזומנים ברמת ודאות נמוכה מאוד, המבוסס בעיקר על פרויקטים בטכנולוגיות שאינן יציבות / מוכחות / פשוטות, הפועלים ברובם בכלכלות מתפתחות. רובו של התזרים חשוף לסיכונים שוק ומחיר. לקוחות בעלי סיכון אשראי גבוה.
				חסמי כניסה משמעותיים מאוד, המהווים הגנה חזקה על נתחי שוק מול שחקנים חדשים בענף; נובעים ממורכבות טכנולוגית גבוהה, צורך בזיכיון או רישיון ייחודי, ידע ייחודי או היכרות מעמיקה עם השוק או הרגולציה, צורך בהשקעות מהותיות, קושי בהשגת מימון לתחום חברתיות וממשלתיות אשר אינן מעודדות את התפתחות הענף.	חסמי כניסה המונעים כניסה של שחקנים חדשים בענף.	חסמי כניסה מהווים הגנה מסוימת על שחקנים בענף; נכסים ייחודיים, מורכבות טכנולוגית, זיכיונות או רישיונות ברי-השגה, צורך בידע או היכרות עם השוק או הרגולציה, השקעות בהיקף בינוני-גבוה, לצד אפשרויות מימון לתחום חברתיות וממשלתיות אשר מעודדות את התפתחות הענף.	חסמי כניסה בינוניים; זיכיונות או רישיונות אשר ניתנים להשגה בקלות, מורכבות טכנולוגית נמוכה יחסית, השקעות בהיקף בינוני, לצד אפשרויות מימון מגוונות לתחום הפעילות, מגמות חברתיות וממשלתיות אשר מעודדות את התפתחות הענף.	חסמי כניסה נמוכים; אין צורך בזיכיונות או רישיונות, השקעות בהיקף נמוך, מגמות חברתיות וממשלתיות אשר מעודדות את התפתחות הענף.	

מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית	מסגרת רגולטורית
מתפתחת, טרק-רקורד שלילי ולא יציב, העדר שקיפות בקשר לרגולציה החברה, החקיקה שתקבע בקשר עם החברה במידה נמוכה.	מתפתחת, טרק-רקורד שלילי או שאינו יציב, שקיפות ברמה נמוכה בקשר לרגולציה שתקבע בקשר עם החברה, החקיקה הקיימת תומכת בפעילות החברה במידה בינונית-נמוכה.	מפותחת, שקיפות ברמה סבירה בקשר לרגולציה שתקבע בקשר עם החברה, קווים כלליים לשיטות ונהלים בקשר לאופן קביעת התעריף, החקיקה הקיימת תומכת בפעילות החברה במידה בינונית.	מפותחת היטב, בעלת טרק-רקורד חיובי ויציב, מבוססת חקיקה, שקיפות ברמה גבוהה בקשר לרגולציה שתקבע בקשר עם החברה, קווים כלליים לשיטות ונהלים בקשר לאופן קביעת התעריף, החקיקה הקיימת תומכת בפעילות החברה במידה רבה.	מפותחת לחלוטין, בעלת טרק-רקורד ארוך, חיובי ויציב, מבוססת חקיקה, שקיפות ברמה גבוהה מאוד בקשר לרגולציה שתקבע בקשר עם החברה, נוסחאות ונהלים קבועים ומפורטים באופן סביר באשר לאופן קביעת התעריף, החוק הקיים הינו מקיף ותומך בפעילות ומעניק תמריצים משמעותיים או תמיכה ממשלתית לענף.	מפותחת לחלוטין, בעלת טרק-רקורד ארוך מאוד, חיובי ויציב, מבוססת חקיקה, שקיפות מלאה בקשר לרגולציה שתקבע בקשר עם החברה, נוסחאות ונהלים קבועים ומפורטים באופן קבועים ומפורטים באופן סביר באשר לאופן קביעת התעריף, החוק הקיים הינו מקיף ותומך בפעילות ומעניק תמריצים משמעותיים או תמיכה ממשלתית לענף.	---	10%	מסגרת רגולטורית
סך נכסים נמוך מ-1.0 מיליארד ₪	סך נכסים בין 1.0-2.0 מיליארד ₪	סך נכסים בין 2.0-4.0 מיליארד ₪	סך נכסים בין 4.0-8.0 מיליארד ₪	סך נכסים בין 8.0-16.0 מיליארד ₪	סך נכסים מעל 16.0 מיליארד ₪	10%	סך מאזן	היקף פעילות
פעילות בודדת בשוקי פעילות יציבים.	פיזור פעילות ריכוזי בצורה גבוהה בשוקי פעילות יציבים.	פעילות ריכוזית במידה מסוימת בשוקי פעילות יציבים ומפותחים.	פיזור פעילות גלובלי מצומצם, או עם מאפייני פיזור בתוך השוק, בעיקר בשוקי פעילות יציבים ומפותחים.	פיזור פעילות גלובלי עם גיוון רב, בשוקי פעילות יציבים ומפותחים.	פיזור פעילות רחב ללא חשיפה לגיאוגרפיה מסוימת, בשוקי פעילות יציבים ומפותחים.	5%	איכות הפיזור הגיאוגרפי	פרופיל עסקי
מגזר פעילות יחיד, מבוסס טכנולוגיה מורכבת באופן בינוני. חשיפה בינונית לסיכוני דלקים.	מספר מגזרי פעילות. עם זאת תלות גבוהה במוצר אחד. רובם מבוססי טכנולוגיה מורכבת באופן בינוני. חשיפה בינונית לסיכוני דלקים.	מספר מגזרי פעילות. עם זאת תלות גבוהה במגזרי יחיד. חלקם מבוססי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת. חשיפה מסוימת לסיכוני דלקים.	מספר מגזרי פעילות, חלקם מבוססי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת. חשיפה מסוימת לסיכוני דלקים.	מספר מגזרי פעילות, ברובם מבוססים טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת. העדר סיכון דלקים.	מספר רב של מגזרי פעילות, ללא חשיפה למגזר עיקרי, מבוססי טכנולוגיה פשוטה, יציבה ומוכחת. העדר סיכון דלקים.	5%	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	איכות ויציבות הפעילות
גבוה מ-55%	בין 40%-55%	בין 25%-40%	בין 15%-25%	בין 5%-15%	בין 0%-5%	5%	Capex / PPE	היקף ומורכבות תוכנית ההשקעות
גדול מ-25.0	בין 15.0 ל-25.0	בין 10.0 ל-15.0	בין 5.0 ל-10.0	בין 2.0 ל-5.0	מתחת ל-2.0	10%	חוב / EBITDA	תזרים יחסי כסוי
קטן מ-0.5	בין 0.5 ל-1.0	בין 1.0 ל-3.0	בין 3.0 ל-6.0	בין 6.0 ל-10.0	גדול או שווה ל-10.0	15%	EBIT / הוצאות מימון נטו	פרופיל פיננסי
גדול מ-90%	בין 80%-90%	בין 65%-80%	בין 40%-65%	בין 25%-40%	קטן מ-25%	10%	חוב / CAP	רמת מינוף

<p>המדניות 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 ולישיויים במבנה ההון של החברה.</p>	<p>המדניות 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.</p>	<p>המדניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה / 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 סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה / בינונית.</p>	<p>המדניות 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) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק לאורך זמן.</p>	<p>המדניות 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) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק מאוד לאורך זמן.</p>	<p>10% --- מדניות פיננסית</p>
--	--	---	--	---	--------------------------------------

* 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 (0.5-20.5) לא שלמים 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").

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 לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן 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 להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר, אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בzdון 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>.