

# דירוג חברות תעשייה יצרנית

דוח מתודולוגי | מרץ 2021

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

עדי ברנע

אנליסטית

[Adi.b@midroog.co.il](mailto:Adi.b@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידים

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף התעשייה היצרנית, 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 בענף התעשייה היצרנית (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 חלה על חברות אשר פעילות הליבה שלהם היא ייצור ומכירה של רכיבים או מוצרים מוגמרים. מתודולוגיה זו חלה, בין השאר, על חברות הפועלות בענפים כגון תעשיית המזון, תעשיית הנייר ומוצריו, תעשיית מוצרי אריזה, תעשיית מוצרי פלסטיק וגומי, תעשיית הפטרוכימיה. המוצרים שמייצרות חברות המדורגות במתודולוגיה זו עשויים להשתרע על פני סוגים רבים ושונים, החל מסחורות בסיסיות, כגון פולימרים, דרך רכיבים אלקטרוניים מתקדמים לתעשיות המשך וכן מוצרי צריכה מתכלים למכירה קמעונאית כגון מזון ומשקאות. חברות התעשייה הביטחונית אשר עוסקות בייצור מוצרי לחימה מתקדמים מדורגות במסגרת המתודולוגיה לדירוג תאגידיים לא פיננסיים.

**המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות תעשייה יצרנית החל מיום 11.03.2021 ותחליף את המתודולוגיה דירוג תעשייה יצרנית מדצמבר 2015. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מינואר 2021 ותוצאות הערות הציבור מיום 11.03.2021, הינכם מופנים לאתר מידרוג.**

## תיאור ענפי הפעילות

מתודולוגיה זו מכילה מגוון של תאגידיים אשר המכנה המשותף עבורם שהינם חברות יצרניות שעוסקות בעיבוד סחורות בסיסיות, בייצור של מוצרים ורכיבים עבור מוצרים אחרים, בייצור ושיווק של מוצרי צריכה מתכלים וברי קיימא וכן בייצור של ציוד ומכונות תעשייתיות ו/או טכנולוגי. החברות נבדלות זו מזו במיקומה של החברה בשרשרת הערך הענפי, כפי שמתבטאת בסוגי התוצרים שלה ומידת העיבוד והערך המוסף בתהליך הייצור.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 4 קטגוריות עיקריות, בהן 9 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%
		היקף פעילות	10%		10%
פרופיל עסקי	25%	מעמד עסקי	10%		10%
		פיזור עסקי	5%		5%
רווחיות	10%	שיעור רווח תפעולי	5%		5%
		יציבות הרווחים	5%		5%
פרופיל פיננסי	45%	רמת מינוף	10%	חוב / CAP	10%
		תזרים יחסי כיסוי	25%	רווח תפעולי / הוצאות מימון	10%
				חוב / EBITDA	10%
				היקף התזרים התפעולי ויציבותו	5%
		מדיניות פיננסית	10%		10%
<b>סה"כ</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>		<b>100%</b>

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.  
 \*\* לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת הדירוג ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.  
 \*\*\* מטריצת הדירוג אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי הדירוג. להסבר ראו להלן בסעיפים: "שיקולים נוספים" ו"מגבלות".

### פירוט הפרמטרים העיקריים

בחלק זה 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 כושר החזר 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 בשוקים. 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.

קבוצת סיכון ענפי - ענף או מגזר מסוים בענף מהווה בדרך כלל חלק משרשרת ערך רחבה יותר. אופן חלוקת הסיכונים לאורך החוליות של שרשרת הערך המקיפה את הענף מתבטאת בסוגי התוצרים של המנפיק ומידת העיבוד והערך המוסף בתהליך הייצור. ככל שהענף כולל עיבוד מועט הרי שהוא חשוף יותר למחירי סחורות תנודתיים אשר משפיעים בתורם על יציבות החברות בענף. ברמת סיכון גבוהה יחסית מצויות חברות יצרניות שעוסקות בעיבוד סחורות בסיסיות, כגון עיבוד מתכות, זיקוק ופטרוכימיה, חומרי בניין וכן עיבוד תוצרת חקלאית. התוצרים של יצרניות אלו מאופיינים בבידול נמוך משמשים בדרך כלל כחומרי גלם עבור ענפים יצרניים במעלה

שרשרת הערך הענפית. ברמת הסיכון הבינונית נכללות יצרניות של מוצרים ורכיבים עבור מוצרים אחרים. אלו כוללים יצרנים של מוצרי מזון בסיסיים, חומרי פלסטיק, מוצרי בנייה ותשתית, נייר גולמי, כימיקלים ומוצרי אריזה. התוצרים של יצרניות מסוג זה מאופיינים בבידול נמוך עד בינוני ונמכרים בדרך כלל לחברות תעשייה ומוצרי צריכה וכן לקונברטורים. ברמת הסיכון הנמוכה יחסית מצויות חברות שעוסקות בייצור ושיווק של מוצרי צריכה מתכלים וכן בייצור של ציוד ומכונות תעשייתיות ו/או טכנולוגי. היצרניות בקטגוריית סיכון זו פועלות בקרבה לצרכן הסופי, ומשכך נתפסות כבעלות ערך מוסף גבוה יותר, ובידול גבוה הגוזר גמישות מחיר ויציבות גבוהות יחסית. אנו לא בהכרח מצפים שחברה תתאים באופן מוחלט לאפיון אחד מבין האפיונים שתוארו לעיל, והערכתנו לגבי פרמטר זה מבוססת על מידת ההתאמה המיטבית שאנו מוצאים על פי פרמטרים שונים.

**יציבות ביקושים** - מאפייני השימוש של המוצרים בענפי התעשייה היצרנית בידי הצרכנים הסופיים של מוצרים אלו גוזרים את יציבות הביקושים ואת היכולת לחזות את הביקושים במידה טובה. מוצרים בעלי חיוניות גבוהה או מוצרים בסיסיים יחסית, המאופיינים בדרך כלל בשימוש תכוף או בסיסי, הם על פי רוב בעלי חשיפה נמוכה יחסית למחזוריות כלכלית ואופיינו על ידינו כבעלי יציבות ביקושים גבוהה, ואילו מוצרים בעלי חיוניות נמוכה (כגון מוצרי מותרות) או מוצרים הנרכשים אחת למספר שנים (כגון מוצרי השקעה או מוצרים לא מתכלים) ואשר ניתן לדחות את רכישתם בקלות יחסית, ייחשבו בענייננו כחשופים למחזוריות הכלכלית במידה גבוהה יותר, ובעלי יציבות ביקושים נמוכה יותר. בהערכת קטגוריה זו אנו שוקלים את מידת חשיפת הביקושים לשינויים טכנולוגיים ולשינויים בטעמי הצרכנים, ככאלו המשפיעים על יציבות הביקושים.

**מאפיינים תחרותיים** - תנודתיות ההכנסות ותזרימי המזומנים עשויה להיות מושפעת מרמת התחרות בתוך ענף מסוים. על כן, בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים את מאפייני התחרות - כגון מספר המתחרים בטריטוריה הרלוונטית, חשיפה לייבוא מתחרה ואימוץ תחרותיים אנכיים. כמו כן אנו בוחנים את חסמי כניסה, הכוללים, בין היתר, השקעות הוניות נדרשות, קיומה של טכנולוגיה או נכסים ייחודיים או מיתוג חזק. חסמי כניסה אלו מאפשרים או מונעים את כניסתם של שחקנים חדשים לענף. כמו כן, מידת התחרות בענף משפיעה על כושר התמחור של היצרניות, על יכולת לגלגל התייקרות של עלויות ועל המרווחים הפוטנציאליים של היצרניות בענף.

**מחזוריות כלכלית והשפעות אקסוגניות** - חשיפה לגורמים אקסוגניים משפיעה לשלילה על היציבות הענפית ופוגמת בכושר החזר 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. 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 שיופעל עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק לפי הפרמטרים ותת הפרמטרים העיקריים כדלקמן:

## 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

בחינת פרמטר זה מבוססת על הערכה איכותית של שני תתי פרמטרים הכוללים את המאפיינים של המנפיק ביחס לסביבה בה הוא פועל, בדגש על נתחי שוק ובידול המוצרים והשירותים ואת מידת הפיזור העסקי של המנפיק במונחים של קווי עסקים, ריכוזיות גיאוגרפית וריכוזיות לקוחות.

### מיצוב עסקי

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 (רלוונטי בעיקר ליצרניות מוצרי צריכה מתכלים ובלתי מתכלים) יכול לבסס יתרון לפרופיל העסקי של מנפיק.

חברות בעלות נתח שוק משמעותי בענף הפעילות מתאפיינות בנראות הכנסות גבוהה, דבר המעיד על יכולת ספיגה של תמורות אקסוגניות בשוק. שחקן קטן בעל נוכחות שולית בהשוואה למתחרים בשוק, יאופיין בדרך כלל בנראות הכנסה מוגבלת וקושי להעריך את היקף התזרימים העתידיים.

אנו בוחנים את הבידול העסקי של מנפיקים על בסיס מאפייני המוצרים המיוצרים על ידם ותהליכי הייצור, קיומם או היעדרם של יתרונות יחסיים בתכנון בייצור או בהפצה של מוצרים אלו ויכולת לבדל את המוצרים בסביבה התחרותית במידה העשויה לתרום לנאמנות לקוחות ולשיעורי רווחיות בולטים. צורות בידול משמעותיות מתייחסות, בין היתר, לנכסים ייחודיים שאינם ניתנים להעתקה, ידע או מוניטין (כגון מחצבי טבע, מיקום אסטרטגי).

### פיזור עסקי

בפרמטר זה נבחנים בדרך כלל מספר סמגנטי העסקים, היצע השירותים שמוצעים, מידת הפיזור הגיאוגרפי 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 ובתזרימים המזומנים. סגמנט עסקים מוגדר כקו עסקים / תחום פעילות אשר החברה הגדירה אותו ככזה ומהווה לפחות 10% מסך הכנסות החברה.

ריכוזיות לקוחות משפיעה על כוח המיקוח וגמישות המחיר מול הלקוחות, על חשיפה לירידה בהיקף הפעילות במקרה של נטישת לקוח מרכזי ועל סיכון אשראי הלקוחות. בחינת ריכוזיות הלקוחות נבחנת על פי שיעור המכירות ללקוחות הגדולים (על פי רוב, לקוח המהווה מעל 5% מסך ההכנסות) מסך ההכנסות. מאפיינים שנבחנים על ידינו בהיבט ריכוזיות הלקוחות, ואשר עשויים למתן את סיכון זה כוללים את טיב הלקוחות ומאפייניהם ואת וותק הפעילות מול לקוחות אלו.

פיזור גיאוגרפי של הפעילות הוא בעל 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. כמו כן, פיזור תפעולי עשוי להשפיע לשלילה במקרה של ריכוז פעילות באתר בודד במקרה כשל, היכול לבוא לידי ביטוי במקרה של תקלה בפס הייצור, שריפה, אסון טבע ועוד.

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. לדוגמא, מנפיק אשר מאופיין בפיזור לקוחות נמוך אשר משפיע לשלילה על הפרמטר, אך מנגד, מדובר בלקוחות איכותיים עם חוזים מחייבים לתקופה ממושכת. במקרה כזה אנו עשויים לתת משקל 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. בחינת הרווחיות כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) שיעור הרווח התפעולי להכנסות ו-(2) תנודתיות הרווח. בתוך כך אנו בוחנים את חשיפת 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 לעיתות 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 (EBIT% - earnings before interest & tax)*, המחושב כרווח מפעילות לפני הוצאות מס ומימון ביחס להכנסות מהפעילות<sup>1</sup>. חברות יצרניות נדרשות להשקיע באופן עקבי במפעלים ובציוד על מנת לשמור על יתרון התחרותי ולפיכך הרווחיות צריכה לשקף זאת.

יש לציין, כי מידרוג עשויה לבחון במקביל ליחס זה, או כתחליף לו, 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, עבורם ההכנסות נגזרות במידה רבה מהשווי הכלכלי של הנכסים הקבועים.

## תנודתיות הרווח

תנודתיות הרווח נבחנת על פי החשיפה בעיקר לפרמטרים של שערי חליפין, מחירי תשומות וחומרי גלם ותנודתיות הביקושים. בחינת התנודתיות כוללת את מידת החשיפה לשערי חליפין ומאפייניה, סוגי התשומות והסחורות ומאפייני התנודתיות של מחיריהם ואת מדיניות הגידורים של החברה.

## 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 תאגידים" והם משלבים את התאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל<sup>1</sup>. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת.

## רמת מינוף

בפרמטר 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 היחס *חוב פיננסי למקורות*

<sup>1</sup> הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניתוח תאגידים", באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

הוניים (CAP), הכוללים את החוב, ההון העצמי וההתחייבויות למיסים נדחים. יחס זה מהווה פרמטר פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף או בענפים בעלי מאפיינים דומים.

### 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 שלושה תתי פרמטרים עיקריים:

- **היקף מקורות מפעולות ויציבותם** - FFO (funds from operation) זהו תזרים מפעילות שוטפת בנטרול שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות לזמן קצר (שינויים בהון החוזר).<sup>1</sup> ככל שהיקף FFO גבוה יותר, כך, להערכת מידרוג, הוא חשוף במידה פחותה יותר לתנודות העלויות להשפיע לרעה על התזרים לשירות החוב ועל היחסים הפיננסיים. אנו בוחנים גם את סכום המקורות מפעולות בניכוי השקעות הוניות (FFO-CapEx), המבטא את המקורות הפנימיים לאחר גם שימור אמצעי הייצור הקיימים ומהוות הוצאה תזרימית משמעותית ופרמנטית אצל חברות יצרניות.
- **חוב פיננסי / EBITDA** (earnings before interest, tax, depreciation & amortization) המונה הינו סך החוב הפיננסי והמכנה הינו EBITDA.<sup>1</sup> 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 צורכי ההשקעה השוטפים.
- **רווח תפעולי / הוצאות מימון** - המונה הינו סך הרווח התפעולי והמכנה הינו סך הוצאות המימון. 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. יתרון המדד בכך שהוא מחליק את השפעת העונתיות בהיקף החוב הפיננסי, למשל עבור חברות בעלות צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לאורך השנה.

מידרוג עשויה להחליט על מדידת יחסי כיסוי שונים לצורך אמידת המינוף התזרימי, וזאת כאשר לראייתנו היחסים המובילים אינם משקפים באופן מיטבי את המודל העסקי של המנפיק ו/או את מבנה הנכסים של המנפיק ו/או את מבנה הוצאותיו.

### 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 וסיכונים 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 סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, חשיפה לריבית וחשיפה והשקעות בניירות ערך.
- **מידת הנראות והיציבות של המדיניות הפיננסית** - בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. אנו מקנים יתרון לחברות בעלות מדיניות פיננסית שקופה, ובפרט כאשר זו מבטאת מחויבות ערכית לשמירת רמת דירוג גבוהה של המנפיק. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג.

### שיקולים נוספים

דירוגים עשויים לכלול פרמטרים נוספים שאינם כלולים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, מדובר בפרמטרים אשר חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים הם ייחשבו בעינינו כגורם מבדל משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות ואלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג של חברות תעשייה יצרנית 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 ההשוואתיות 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 הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו. במסגרת השיקולים האחרים אנו עשויים לבחון גם שיקולים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת סטנדרטיים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק ועוד.

### דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי

לאחר בחינת תוצאות מטריצת הדירוג והשיקולים הנוספים וכן מתודולוגיות רחביות אחרות, דירוגי מכשירים פיננסיים יכול שייקבעו בדירוג גבוה או נמוך ביחס לדירוג המנפיק בהתבסס להערכתנו ביחס לשונות בשיעורי ההפסד הצפוי היחסי כפי שבאים לידי ביטוי בבכירות המכשיר וקיומן של בטוחות. דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא-מובטחות כהגדרתו במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג<sup>2</sup>. למתודולוגיות "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" ו"דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי", יש לפנות לאתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).

### הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על חברות תעשייה יצרנית כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המקרו-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.

<sup>2</sup> הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

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

**תאריך הדוח: 11.03.2021**

**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	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
פרופיל עסקי	היקף פעילות	הכנסות (מיליוני ש"ח)	10%	≥10,000	4,000-10,000	500-4,000	200-500	≤ 200
	מעמד עסקי		10%	נתחי שוק גבוהים/משמעותיים בכל השווקים הרלוונטיים או במרביתם; יתרונות יחסיים ברי קיימא מבודדים את החברה מהחשיפה לתנודתיות חומרי הגלם ושינויים בעלויות ומקנים לחברה גמישות מחירי חזקה מאוד/חזקה בענף הפעילות	נתחי שוק מהותיים בשווקים הרלוונטיים, כולם או חלקם; קיימים יתרונות תחרותיים אולם אין בידול גבוה של המוצרים; המיצוב העסקי אינו מוגן על החברה מפני תנודתיות חומרי הגלם והתוצאות עלולות להציג תנודתיות	יתרונות יחסיים מועטים; בידול המוצרים נמוך ואינו מוגן על החברה בני המחזוריות הענפית ותנודתיות מחירי חומרי הגלם	תוצאות הפעילות מאופיינות ביציבות מועטה בשל היעדר יתרונות יחסיים וחשיפה גבוהה למחירי חומרי הגלם	
	פיזור עסקי		5%	מספר רב של סגמנטי עסקים ומגוון רחב של ערוצי שירותים בכלל הסגמנטים; שוק קצה מגוון ללא ריכוזיות לקוחות; פיזור פעילות רחב ללא חשיפה לניאורפיה מסימת	מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים לפחות בסגמנט אחד; שוק קצה מגוון במידה בינונית בסגמנט הפעילות העיקרי עם חשיפת לקוחות מסימת; פיזור פעילות מקומי אך עם מאפייני פיזור בתוך השוק	תלות גבוהה בסגמנט עסקי יחיד; שוק קצה מגוון במידה מעטה עם חשיפה בינונית ללקוחות; פעילות ריכוזית במידה מסימת	סגמנט עסקים אחד; ריכוזיות לקוחות גבוהה; פיזור פעילות ריכוזי בצורה גבוהה	
רווחיות	שיעור רווח תפעולי		5%	≥12%	8%-12%	4%-8%	2%-4%	≤ 2%
	יציבות הרווחים		5%	תנודתיות הרווח נמוכה מאוד - יציבות במחירי התשומות וחומרי הגלם, גידור מלא לשערי החליפין, ביקוש למוצרי הקבוצה	תנודתיות הרווח אינה גבוהה במיוחד - יציבות במחירי התשומות וחומרי הגלם, גידור כמעט מלא לשערי החליפין, ביקוש יציב בשוק למוצרי הקבוצה	תנודתיות הרווח נמוכה - שינויים תכופים במחירי התשומות וחומרי הגלם, בשערי החליפין של מטבעות החוץ בהן מוכרת/קונה הקבוצה לבין הש"ח, ביקוש חלש למוצרי הקבוצה בשוק הצומח בקצב איטי ורמת השקעה גבוהה בציוד וכן פעילות ריבוי מתחרים בשוק	תנודתיות הרווח גבוהה - שינויים תכופים במחירי התשומות וחומרי הגלם, בשערי החליפין של מטבעות החוץ בהן מוכרת/קונה הקבוצה לבין הש"ח, בביקוש למוצרי הקבוצה, בקצב גידול השווקים הרלבנטיים ורמת השקעה בינונית בציוד וכן פעילות ריבוי מתחרים בשוק	תנודתיות הרווח גבוהה מאוד בתשומות וחומרי הגלם, בשערי החליפין של מטבעות החוץ בהן מוכרת/קונה הקבוצה לבין הש"ח, ביקוש חלש למוצרי הקבוצה בשוק הצומח בקצב איטי ורמת השקעה גבוהה בציוד וכן פעילות מסיבית של מתחרים בשוק
פרופיל פיננסי	רמת מינוף	חוב פיננסי / CAP	10%	≤ 15%	15%-30%	30%-60%	60%-80%	≥ 80%
	תזרים יחסי כסוי	היקף התזרים התפעולי ויציבותו	5%	תזרים תפעולי FFO משמעותי בהיקף של מעל 300 מיליון ש"ח, יציב מאוד, מכסה בסבירות גבוהה צרכי השקעה בהון חוזר והשקעות הניתנות קבועות	תזרים מפעולות FFO בין 100 ל-300 מיליון ש"ח, יציב, FFO-CapEx עלול להיות נמוך מתחת 60 מיליון ש"ח	תזרים מפעולות FFO בינוני שבין 100-40 מיליון ש"ח, עלול להיות תנודתי - FFO-CapEx עלול להיות מתחת 20 מיליון ש"ח	תזרים מפעולות FFO בין 40-10 מיליון ש"ח, תוך תנודתיות/תנודתיות גבוהה. FFO-CapEx עלול להיות אפסי עד שלילי	תזרים מפעולות FFO נמוך מ-10 מיליון ש"ח עד שלילי, FFO-CapEx שלילי
		חוב פיננסי / EBITDA	10%	≤ 1	3-1	5-3	8-5	≥ 8
		רווח תפעולי / הוצאות מימון	10%	≥ 7	5-7	2-5	1-2	≤ 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 סיכונים השוק וניהול הנדילות שמרניים במידה רבה; קיימת מדיניות מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק מאוד לאורך זמן. מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה

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 סיכונים השוק וניהול הנדילות שמרניים במידה רבה; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק לאורך זמן. מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה

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 סיכונים השוק וניהול הנדילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית; מדיניות החלוקה יכול ובאה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה

המדיניות הפיננסית של החברה נטה 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 נטה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה. \*\*הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים. \*\*\* 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 ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך 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) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>