

# דירוג חברות אחזקה

דוח מתודולוגי | ינואר 2021

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@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 היא להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות אחזקה, 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 אחזקה (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג היא כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של מנפיקים אלו ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהם, 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 הממתינים, 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) אפיון המנפיק כחברת אחזקה (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 אחזקה. ככלל, חברות יחשבו על ידי מידרוג כחברות אחזקה כאשר היקף פעילותן העצמאי אינו משמעותי והן פועלות באמצעות אחזקה באחת או יותר חברות תפעוליות, בין אם באחזקה מלאה, אחזקת שליטה או אחזקת מיעוט. החברות המוחזקות הן בדרך כלל עצמאיות מבחינה ניהולית, תפעולית ומימונית, ושירות החוב של חברת האחזקה נשען בעיקר על חלוקת רווחים מהחברות המוחזקות ועל שוויין הנכסי.

אין די בכך שמנפיק פועל באמצעות חברות כלולות בכדי שיווג על ידי מידרוג כחברת אחזקה, זאת מפני שמבנה משפטי של חברת אחזקות נובע לעיתים משיקולי מס, משיקולים ארגוניים וניהוליים או מסיבות היסטוריות, אולם הוא אינו בהכרח מעיד על מהות כלכלית ועסקית. לאור זאת, לצד המבנה המשפטי, מידרוג בוחנת ומקנה משקל גבוה יותר למודל העסקי והפיננסי של המנפיק על מנת לקבוע באם לסווגו כחברת אחזקה.

המבחנים העיקריים לסיווג המנפיק כ"חברת אחזקה" הם: החברה מהווה אמצעי למימון שליטה בחברות המוחזקות; האחזקות הן חברות תפעוליות ועצמאיות באופן ניהולי<sup>1</sup>; קיימת זיקה פיננסית חלשה בין החברה לבין המוחזקות: החברה, ככלל, נמנעת מהעמדת מימון שוטף או ערבויות למוחזקות וכך גם להפך, באופן ששירות החוב בחברות המוחזקות ממומן מפעילותן העצמאית ואילו שירות החוב בחברת האחזקה נשען לאורך זמן על חלוקת רווחים ועל שווי המוחזקות; מידת הזיקה העסקית בין החברה לבין המוחזקות, ובין המוחזקות לבין עצמן, עשויה לשאת גוונים שונים. ככלל, ככל שמידת הזיקה (ועימה גם הזהות) העסקית חלשה יותר, מידרוג תייחס לחברה מאפיינים של חברת אחזקה. מנגד, "חברת אחזקה" שתאופיין על ידי מידרוג כבעלת זיקה עסקית, תפעולית ופיננסית גבוהה מול החברות המוחזקות ובין המוחזקות לבין עצמן, תסווג על ידי מידרוג כקבוצת חברות תפעוליות ותדורג על בסיס המתודולוגיה הרלוונטית לקו העסקים העיקרי של הקבוצה (אחת או יותר).

**המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות אחזקה החל מיום 17.01.2021 ותחליף את המתודולוגיה דירוג אחזקה מנובמבר 2017. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מדצמבר 2020 ותוצאות הערות הציבור מיום 17.01.2021, הינכם מופנים לאתר מידרוג.**

<sup>1</sup> ככלל, חברות מימון ייעודיות מסוג SPC, חברות נכס או חברות צינור אינן נחשבות על ידי מידרוג "חברות תפעוליות" וחברה הפועלת באמצעות מספר חברות ייעודיות מסוג זה לא תיחשב בהכרח כחברת אחזקות, זאת בפרט כאשר חברות הנכס נועדו במהותן להוות מבנה משפטי מימוני, וכל אחת מחברות הנכס מהווה חלק קטן יחסית ממארג פעילות שלם של המנפיק.

## אפיון המנפיק כחברת אחזקה

מידרוג מבחינה בין ארבעה סוגים עיקריים של חברות אחזקה: קבוצת חברות תפעולית המוחזקת על ידי ישות אחת; קונגלומרט שהינו תאגיד-על השולט על מספר חברות בתחומי פעילות שונים; חברת השקעות מרובת אחזקות באוריינטציה פיננסית וחברת אחזקה בנכס בודד או מספר מועט של נכסים, שהינה במקרים רבים מבנה משפטי שנועד לממן אמצעי שליטה.

סיווג המנפיק כחברת אחזקה איננו מובן מאליו בחלק מהמקרים, והוא נע לאורך ציר הזיקה העסקית, הניהולית והפיננסית בין חברת האחזקה למוחזקות. ככל שזיקה זו גבוהה יותר והשליטה הניהולית והפיננסית ריכוזית יותר - כך תחשב החברה **כקבוצת חברות תפעולית** או לחילופין **קונגלומרט** (הכולל חברות מתחומים שונים או משיקים). ככל שהשפעה הניהולית של חברת האחזקה הינה חלשה ולא קיימת סינרגיה בין החברה למוחזקות ובין המוחזקות לבין עצמן, כך תחשב החברה **כחברת השקעות** בעלת אוריינטציה פיננסית. מאפייניה של חברת האחזקה יכולים להשתנות לאורך הזמן בין הסוגים השונים כחלק מאסטרטגיית העסקית של החברה אשר כוללת השקעות ומימושים. הדיון להלן באבחנה בין חברות אחזקה מסוגים שונים נועד לחדד את המאפיינים של חברות אחזקה במודלים עסקיים שונים ולאפיין את חברות האחזקה הנדונות במסגרת מתודולוגיה זו:

**קבוצת חברות תפעולית:** בחברות מסוג זה מידרוג מזהה קו עסקים מרכזי המשותף לחברות הקבוצה ולחברת האחזקות וזיקה עסקית, ניהולית ופיננסית חזקה בין חברות הקבוצה, אשר חושפת אותן למאפייני סיכון צולבים. כך, בדרך כלל נצפה לגמישות גבוהה בהעלאת כספים מהבנות לאם, בדרך של דיבידנדים, הלוואות בעלים או מנגנון אחר, אשר מהווה את הבסיס ליכולת שירות החוב של החברה האם. במקרים מסוימים, החברה האם היא זו שמגייסת את המימון לכלל הקבוצה, על בסיס תזרימי המזומנים המאוחדים של הקבוצה, ומנתבת את תמורת הגיוס בין החברות התפעוליות בהתאם לצרכי המימון. במקרים אלו ובמקרים הנושאים מאפיינים דומים, הקבוצה תנותח כקבוצת חברות תפעולית, על בסיס המתודולוגיה הרלוונטית לקו העסקים המרכזי של הקבוצה. מכיוון שבקבוצה מסוג זה ההפרדה הפיננסית בין החברות חלשה ובדרך כלל החברות ערבות זו לזו, הניתוח הפיננסי ייעשה על בסיס הנתונים הכספיים המאוחדים. מידרוג עשויה לבחון את מצבה הפיננסי של חברת האם גם על בסיס נפרד, ובדגש על נזילותה בעיקר. כנזכר לעיל, חברות אחזקה מסוג קבוצת חברות תפעולית אינן בתכולת המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה.

**קונגלומרט:** חברה תאופיין כקונגלומרט כאשר היא מורכבת ממספר חברות תפעוליות בקווי עסקים שונים אך נשלטת בידי חברת אחזקות המהווה את מטה הקבוצה. חברות הקונגלומרט עשויות לפעול בזיקה עסקית ותפעולית חלשה בינן לבין עצמן, עד כדי ניתוק מלא או תוך זיקה גבוהה יותר כתוצאה מסינרגיות תפעוליות, שיווקיות או מימוניות. הניתוח המתודולוגי של קונגלומרט מתרחב לניתוח נפרד של כל אחד מקווי העסקים העיקריים בהם פועלת הקבוצה, בהתאם למתודולוגיה הענפית הרלוונטית. בשונה מקבוצת חברות תפעולית, בניתוח של קונגלומרט מידרוג מדגישה את המגבלות על זרימת המזומנים בין חברות הבנות לחברה האם, המתבססת במקרה של קונגלומרט, בעיקר על חלוקת רווחים. הניתוח הפיננסי של החברה האם ייעשה הן במאוחד והן על בסיס סולו. קונגלומרט יכול וידורג על פי המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה או על פי המתודולוגיות הרלוונטיות לקווי העסקים העיקריים שלו, וזאת כתלות במאפייני הזיקה העסקית והמימונית בין חברת האחזקות לבין החברות התפעוליות, ובינן לבין עצמן. מידרוג תציין בדוח הדירוג של המנפיק את המתודולוגיה הרלוונטית לדירוג הקונגלומרט.

**חברת השקעות מרובת אחזקות באוריינטציה פיננסית:** המאפיין העיקרי של חברת השקעות קלאסית הינו היעדר זיקה אסטרטגית, ניהולית ופיננסית בין המוחזקות לבין חברת האחזקות. תיק האחזקות כולל אחזקות מיעוט על פני מספר חברות בתחומים שונים או משיקים. אסטרטגיית ההשקעות הינה דינאמית, ושירות החוב נשען במידה רבה על שווי האחזקות. הניתוח של חברת השקעות מתמקד בחברה האם, בדגש על פיזור הפורטפוליו וביכולת החברה האם לשרת את החוב הפיננסי על בסיס תזרימי המזומנים מהמוחזקות, מימושי אחזקות ושווי האחזקות, הגוזר את יכולת מיחזור החוב. חברות מסוג זה ידורגו בדרך כלל על בסיס המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה.

**חברת אחזקות מסוג מימון אמצעי שליטה:** זוהי בדרך כלל חברה שהוקמה לצורך מימון השקעה בנכס יחיד או מספר בודד של נכסים. מחד, היא מאופיינת בשליטה גבוהה יחסית על נכס הבסיס מבחינת שיעורי אחזקה בהון ובהצבעה והתוויית האסטרטגיה העסקית והפיננסית, אולם מאידך, בדרך כלל הזיקה הפיננסית בין החברה לבין נכס הבסיס חלשה, במובן של היעדר ערבות פיננסית בין

החברות. בד בבד, חברת האחזקות תלויה באופן מלא ומוחלט בתזרימים מנכס הבסיס, בעוצמת נכס הבסיס ובשווי. חברות מסוג זה ידורגו בדרך כלל על בסיס המתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה.

**מידת הזיקה הפיננסית: "סולו" מול "מאוחד"**

ככלל, טיבן של חברות האחזקה הנכללות במתודולוגיה זו גוזר זיקה פיננסית חלשה בינן לבין החברות המוחזקות, הן מבחינת זרימת המזומנים מהמוחזקת לחברת האם והן בכיוון ההפוך. חברות אחזקה נשענות בעיקר על תזרים דיבידנדים מהמוחזקות, בשונה מהישענות על תזרימים תפעוליים (כמו למשל בקבוצת חברות תפעולית) וכן על מימוש אחזקות ומחזור חוב. היות וכך, גישת הניתוח של מידרוג מודדת את יכולת שירות החוב של חברת האחזקות בעיקר על בסיס נתוני הסולו. משמעות גישה זו היא מחד, הדגשת הנחיתות של חברת האחזקות ביחס לתזרימים התפעוליים של החברות המוחזקות, וממילא גם ביחס להתחייבויות שלהן, ומאידך, מתן דגש להיעדר ערבות של חברת האחזקות להתחייבויות של החברות המוחזקות. מידרוג עשויה לנקוט בגישה שונה ככל שתסבור כי קיימת זיקה פיננסית חזקה בין חברת האחזקות לבין המוחזקות, ולבצע התאמות לניתוח הסולו במסגרת מתודולוגיה זו. יצוין כי גם במקרים של קבוצות נעדרות זיקה פיננסית, מידרוג עשויה לבצע התאמה לניתוח הסולו הרגיל, כגון ניתוח סולו מורחב, איחוד יחסי, בהתאם לנסיבות. להלן המאפיינים העיקריים המשמשים את מידרוג בבחינת מידת הזיקה הפיננסית בין חברת האחזקות לבין המוחזקות:

מאפיינים של זיקה פיננסית חזקה (כולם או חלקם)	מאפיינים של זיקה פיננסית חלשה (כולם או חלקם)
ערבות של החברה האם להתחייבויות של אחת או יותר מהמוחזקות או ערבויות צולבות	היעדר ערבויות בין החברה למוחזקות ובין המוחזקות
היסטוריה של תמיכה במוחזקות	מנגנונים מחלישי זיקה כגון: מוחזקות ציבוריות או מדווחות, מגבלות בנקאיות על חלוקת דיבידנדים מצד המוחזקות, מגבלות רגולטוריות
קיומן של יתרות חובה / זכות או הלוואות בין-חברתיות בין החברה למוחזקות	החלטות מתקבלות בחברות המוחזקות באופן עצמאי
השקעות משותפות לחברה ולמוחזקות	אחזקת מיעוט במוחזקות

**פרמטרים עיקריים במתודולוגיה**

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 2 קטגוריות עיקריות, בהן 7 פרמטרים, חלקם מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
פרופיל תיק האחזקות	35%	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	15%	-	15%
		מאפייני נחיתות	10%	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות חלוקת דיבידנדים	10%
		מידת ריכוזיות תיק האחזקות	10%	מאפייני ריכוזיות התיק	10%
פרופיל פיננסי	65%	מינוף יחסי כסוי	30%	יחס חוב פיננסי לשווי הנכסים	15%
		גמישות פיננסית	15%	יחס כסוי ריבית ICR	5%
		נזילות	10%	יחס חוב פיננסי ל-FFO	10%
		מדיניות פיננסית	10%	-	15%
		מדיניות פיננסית	10%	יחס DSCR+CASH	10%
סה"כ	100%		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.

### פרופיל תיק האחזקות

#### פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות

פרופיל המוחזקות מהווה נדבך משמעותי בפרופיל איכות האשראי של חברת האחזקות, בין השאר בשל רמת הפיזור המוגבלת של חברת האחזקות, וההישענות הגבוהה על הדיבידנדים מהמוחזקות ועל שווי המוחזקות לצורך שירות החוב. בהיותה תלויה באופן משמעותי בשווי של המוחזקות ו/או בתזרימים הנובעים מהן, חולשה במצבן של המוחזקות תשליך על חברת האחזקה ב"מכפיל כוח" שעלול להחליש אותה בעוצמה גבוהה עוד יותר. פרופיל איכות האשראי של המוחזקות מתבסס על הדירוג או הערכת אשראי<sup>2</sup> שמידרוג קובעת לכל אחת מאחזקות הליבה ושקלולם בהתאם לתמהיל השווי הנכסי של החברות המוחזקות. יתכן ויתקיים פער בין מידת התרומה של מוחזקת לשווי הנכסי של תיק האחזקות לבין מידת תרומתה לתזרימים השוטף של חברת האחזקה. פער זה ישתקף במאפיינים נוספים בפרופיל תיק האחזקות ובפרמטרים של תזרימים יחסי כסוי. חברות מוחזקות בעלות איכות אשראי גבוהה יאופיינו ביותר ממאפיין אחד מבין הבאים: ענף פעילות יציב וחסין יחסית לתנודות אקסוגניות, היקף פעילות משמעותי ופיזור עסקי רחב, מעמד שוק משמעותי בקו העסקים העיקרי המתבטא ברווחיות סבירה/עודפת ביחס לענף, וכן רמת מינוף מתונה. מוחזקת חלשה במיוחד בפורטפוליו עלולה להכביד על חברת האחזקות מעבר למשקלה היחסי בשווי תיק האחזקות (ושוויה ככל הנראה גם ילך ויפחת יחד עם היחלשותה), ומידרוג תקנה לכך דגש מיוחד, בהתאם לנסיבות העניין. במקרים מסוימים עשוי להתקיים מתח שלילי בין איכות האשראי של מוחזקת, לבין גמישותה לחלק דיבידנדים ולתמוך בשירות החוב של חברת האם. מצב זה למשל יכול לנבוע מרגולציה המגבילה חלוקת דיבידנדים, תכנית השקעות משמעותית או כחלק מהמדיניות הפיננסית של המוחזקת (שבתורה תורמת לאיתנותה הפיננסית של המוחזקת). מאפיין זה צפוי לקבל ביטוי באמצעות הפרמטר הבוחן את מאפייני הנחיות של חברת האחזקות ביחס לחברות המוחזקות, ובפרט חוזק ונראות הדיבידנדים מהמוחזקות, וכן באמצעות יחסי הכיסוי הבוחנים את היקף התזרימים השוטף מהמוחזקות למול היקף החוב הפיננסי או שירות החוב.

#### מאפייני נחיתות: נראות הדיבידנדים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקה

חברת אחזקות על פי רוב אינה מייצרת תזרימי מזומנים שוטפים באופן עצמאי, ותלויה במידה גבוהה בתזרימי המזומנים מהחברות המוחזקות לצורך שירות החוב השוטף, זאת בנוסף לתזרימים הנובעים ממימוש אחזקות או מיחזור חוב, שנבחנים במתודולוגיה זו במסגרת הפרמטר גמישות פיננסית ונזילות. מקורם של התזרימים השוטפים הינו בדרך כלל חלוקת רווחים מהמוחזקות, החזר הלוואות בעלים ובמידה פחותה, גם דמי ניהול. חלוקת רווחים מתבצעת על בסיס יכולתה, נכונותה ומגבלותיה של המוחזקת, מצב היוצר נחיתות אינהרנטית של חברת האחזקות ביחס לתזרימיה של המוחזקת ומעלה את סיכון האשראי של חברת האחזקות ביחס לזה של החברות המוחזקות. יכולת החלוקה נבחנת במישור הכלכלי, העסקי והמשפטי כפי שיפורט להלן. לעיתים קרובות, מגבלות החלות על החזר הלוואות בעלים כמוהן כמגבלות דה פקטו על חלוקת רווחים, ככל שהלוואות הבעלים הן חלף השקעה הנית. מידרוג תבחן את מאפייני הכלכליים והחוזיים של הלוואות הבעלים שהעמידה חברת האחזקות למוחזקת ובהתאם לכך תעריך את המגבלות החלות על פרעונה. מידת נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות מהווה איפה שיקול מהותי בסיכון האשראי של חברת האחזקות, כאשר היא נבחנת על ידי מידרוג לפי הפרמטרים העיקריים הבאים:

**יכולת חלוקה וגמישות פיננסית:** עוד קודם לבחינת המגבלות החלות על החלוקה מצד המוחזקות, ומדיניות החלוקה של כל אחת מהמוחזקות העיקריות, מידרוג בוחנת את יכולתן של המוחזקות לייצר תזרימי מזומנים שיממנו גם חלוקת דיבידנדים. במסגרת זו מידרוג בוחנת את חוזק תזרימי המזומנים מפעולות של המוחזקות העיקריות ויציבותם, את צורכי ההון החוזר, צורכי ההשקעה וצורכי שירות החוב.

<sup>2</sup> הערכת אשראי (Credit Estimate) הינה הערכה לא פומבית של איכות האשראי של מנפיק או התחייבות כלשהי ומשמשת בדרך כלל כנתון קלט לדירוג אשראי רגילים. להגדרה המלאה ראה: [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

**מדיניות החלוקה:** מדיניות חלוקה סדורה לאורך זמן משפרת את השקיפות הפיננסית, ועשויה לשפר את נראות התזרימים בחברת האחזקות. יחד עם זאת, במקרים רבים מדיניות החלוקה מנוסחת באופן כללי, או שהיא קובעת תקרת מירבית לחלוקה, ולא רף מזערי. קיומה של מדיניות חלוקה נבחנת לפיכך ביחד עם היסטוריית החלוקה בפועל (ראה להלן: "טרק רקורד"). מידרוג מביאה בחשבון כי חלוקת דיבידנדים היא במקרים רבים אלטרנטיבה לביצוע השקעות הנויות ו/או הורדת מינוף מצד החברה המוחזקת. כמו כן החלוקה עשויה להחליש את איתנותן הפיננסית של המוחזקות, כתלות במיצובן העסקי והפיננסי, ולהשפיע לשלילה גם על גמישותן העסקית. מאפיינים אלו יקבלו ביטוי בהערכת סיכוני האשראי של המוחזקות.

**טרק רקורד:** לעיתים מדיניות החלוקה לכשעצמה אינה אפקטיבית דיה, בין אם היא קובעת רף מינימלי לחלוקה, ובין אם החלוקה בפועל שונה מהותית מהמדיניות המוצהרת. ניסיון העבר (טרק רקורד) עשוי להוות מבחן אפקטיבי למדיניות החלוקה בפועל. ניסיון העבר מצביע על עקביות החלוקה לאורך זמן ועשוי להצביע על תנודתיות החלוקה בתקופות של חולשה בפעילות החברה (המוחזקת), של משבר כלכלי או לחילופין בעקבות רווחים חריגים (כגון רווח מימוש נכסים). במקרים מסוימים ניסיון העבר עשוי שלא להיות רלוונטי, אם בשל החלפת השליטה במוחזקת או שינוי במדיניות הפיננסית ואם בשל שינויים מבניים בתנאי השוק או במבנה הפעילות של החברה המוחזקת. דירוג חברת האחזקה מקנה משקל לתחזית קבלת הדיבידנדים לשנים הקרובות, תוך שהוא משקלל את היסטוריית החלוקה ומדיניות החלוקה, ככל שהן רלוונטיות.

**מגבלות חלוקה מצד מממנים של החברה המוחזקת:** בנקים, מחזיקי אג"ח וסוגים נוספים של מממנים עשויים להגביל חלוקת רווחים לבעלי המניות כחלק מתנאי ההגנה בהסכמי המימון של החברה המוחזקת ושמירת מרווח ביטחון עבורה. מגבלות החלוקה נבחנות במסגרת הניתוח של הסדרי המימון של המוחזקות ואמות המידה הפיננסיות החלות עליהן.

**מגבלות חלוקה מצד רגולטורים:** מגבלות מסוג זה רלוונטיות בעיקר למוסדות פיננסיים דוגמת בנקים וחברות ביטוח, אולם הן עשויות להיות רלוונטיות לחברות בענפים נוספים. חוסנם הפיננסי של מוסדות פיננסיים בישראל ניהנה במידה רבה מרגולציה אינטנסיבית שאמונה על שמירת יציבותם בהיותם בעלי חשיבות מערכתית גבוהה. רגולציה זו הוכחה בעבר כגורם המגביל את יכולת חלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות, בהתאם למדיניות הרגולטור לחזק את הלימות ההון ומסגרת ניהול ואמידת הסיכונים של הגופים הפיננסיים. בהתאם לכך, קבלת דיבידנדים ממוסדות פיננסיים נבחנת תחת רגישות גבוהה יותר בהשוואה לחברות רגילות שאינן כפופות לרגולציה בתחום ניהול ההון והסיכונים.

### מאפייני ריכוזיות תיק האחזקות

היעדר פיזור עסקי מגדיל באופן אינהרנטי חשיפה לסיכון הנובעת ממוחזרות כלכלית או ממאפייני הסביבה העסקית. פיזור עסקי לעומת זאת עשוי להקטין חשיפה להשפעות אקסוגניות, תמורות רגולטוריות ומבניות, מחזוריות שלילית ושאר גורמי סיכון האופייניים לענף עסקי זה או אחר. יחד עם זאת, פיזור עסקי אינו מבטיח תזרים דיבידנדים יציב לאורך זמן ואינו מונע תנודתיות בשווי השוק, בין השאר בשל קורלציות הקיימות בין ענפים שונים, או בשל תמהיל גיאוגרפי מוגבל. יתכנו מקרים בהם ריכוזיות בענף יציב מאוד תהיה עדיפה על פני פיזור עסקי בין ענפים המאופיינים בתנודתיות או בקורלציה בניהם.

מידת הפיזור של תיק האחזקות נבחנת במונחים של מספר אחזקות משמעותיות ומידת הפיזור של אחזקות אלו על פני ענפים שונים/סגמנטים שונים וטריטוריות גיאוגרפיות שונות. אחזקה משמעותית תיחשב כזו המהווה 15% לפחות משווי תיק האחזקות ואשר תרומתה לתזרימי המזומנים השוטפים המתקבלים בחברת האחזקות הינה ניכרת לאורך זמן. תיק אחזקות ייחשב כבעל פיזור עסקי גבוה מאוד כאשר קיימות בו שלוש אחזקות משמעותיות אשר שווין המצרפי אינו עולה על 60% מסך שווי האחזקות, הפועלות בענפים שונים ותורמות כל אחת בנפרד תרומה מהותית לתזרימים השוטפים המתקבלים בחברת האחזקות. מנגד, אחזקה יחידה המהווה את החלק הארי של תיק האחזקות - מעל 85% במונחי שווי האחזקות והיא בעלת תרומה דומה גם במונחי תזרימי המזומנים, או שאין לה כלל תרומה לתזרימי המזומנים, תיחשב בעינינו גורם סיכון משמעותי עד משמעותי מאוד. בהינתן 2-3 אחזקות משמעותיות בתיק של חברת האחזקות, אלו ימדדו על ידי מידרוג הן בתרומה היחסית של כל אחזקה לשווי המצרפי של תיק האחזקות והן בחלקן המצטבר בשווי תיק האחזקות. במקביל מידרוג תבחן את התרומה התזרימית של כל אחזקה לתזרימי השוטף. בנוסף, אנו נבחן את הקורלציה בין תחומי הפעילות של האחזקות השונות ובגין הטריטוריות הגיאוגרפיות בהן הן פועלות. גיוון הפעילות בהיבטים אלו עשוי לפצות במידת

מסויימת על ריכוזיות מספר האחזקות ושוויין. ואולם, עיקר הביטוי לפיזור עסקי רחב אצל החברה המוחזקת צפוי לקבל ביטוי בדירוג האשראי של המוחזקת או בהערכת האשראי שלה.

### פרופיל פיננסי

יכולת שירות החוב של חברות האחזקה הנכללות במתודולוגיה זו נסמכת על שלוש רגליים מרכזיות: קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות, מימוש אחזקות וכן מחזור חוב פיננסי בהישען על שווי המוחזקות. מיצובן הפיננסי של חברות האחזקה תלוי איפה במידה גבוהה בגורמים אשר לחברת האחזקות שליטה מוגבלת לגביהם. מאפיין זה מציב סיכון אשראי אינהרנטי לחברות אחזקה, ורגישות גבוהה יותר לתנודות בגמישות הפיננסית עם התנדטיות החיצונית בשווקים. בתקופה של אי-וודאות גבוהה בכלכלה ובשוקי ההון עלולות להיחלש כל שלוש הרגליים הללו: יכולת המוחזקות לחלק דיבידנדים עלולה להיפגע, כתלות בענף הפעילות, אם בשל ירידה ברווחים ו/או קוצר במזומנים ו/או מגבלות מצד המממנים. בו זמנית, הירידות בשווקי ההון פוגעות ביכולת ובנכונות של בעלי המניות לממש אחזקות. בנוסף, שחיקת שווי האחזקות מחלישה את יכולתה של חברת האחזקות למחזר התחייבויות ובמקרים מסוימים אף דורשת מהחברה לעבות בטוחות מול המממנים. הרגישות הגבוהה של חברות האחזקה ביחס לנכסי הבסיס, ובפרט בעיתות של אקלים כלכלי סוער, מחדדת את החשיבות של גורמים ממתני סיכונים בחברות מסוג זה. גורמים אלו כוללים בין השאר מינוף מתון, מרחב גמישות פיננסית ונזילות.

המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידי"<sup>3</sup> והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת.

### מינוף יחסי כיסוי

מינוף החברה נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של חברת האחזקות לבין שווי אחזקותיה (חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים - LTV) או כפרופורציה בין תזרים המקורות מפעולות (FFO) לבין החוב הפיננסי (יחס כיסוי חוב פיננסי ל-FFO). בנוסף, יכולת החברה לצבור מזומנים או להקטין את רמת החוב הפיננסי באמצעות התזרימים מהמוחזקות נבחנת באמצעות יחס כיסוי ICR הבוחן את המקורות השוטפים של החברה למול הוצאות המימון השנתיות. המינוף של החברה ועוצמת יחסי הכיסוי שלובים בגמישותה הפיננסית. רמת מינוף גבוהה חושפת את החברה לאתגרים במימון מחדש בתרחישים של ירידה בשוקי ההון ולחץ על שווי האחזקות. מנגד, רמת מינוף מתונה מקנה לחברה גמישות פיננסית וגמישות עסקית להתמודד עם מהמורות בסביבה העסקית ולנצל הזדמנויות עסקיות.

### יחס מינוף שווי האחזקות: חוב פיננסי מותאם לשווי אחזקות (LTV – Loan to Value)

יחס זה מודד את פרופורציית החוב הפיננסי של החברה ביחס לשווי אחזקותיה ומקנה כלי יעיל יחסית להשוואת רמת המינוף של חברת האחזקות לאורך הזמן ובהשוואה לחברות אחרות. צד המונה של היחס הוא החוב הפיננסי המותאם של חברת האחזקה וצד המכנה הוא שווי האחזקות של חברת האחזקה. בחישוב החוב הפיננסי המותאם מידרוג מתבסס על החוב המאזני סולו בחברת האחזקות בתוספת חוב בחברות מטה בבעלות מלאה (שאינן חברות תפעוליות) ובהתאמות שמידרוג מבצעת לחוב הפיננסי בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידי".

עבור אחזקות סחירות, שווי האחזקות נאמד על פי רוב על בסיס שווי השוק של המניה בממוצע על פני 30 ימי מסחר אחרונים עד בסמוך למועד המדידה. לגישתנו, גם אם השווי הסחיר אינו בהכרח משקף בכל נקודת זמן את השווי "הכלכלי" של האחזקה, הוא מהווה שווי ייחוס עבור מממנים ומשקיעים, ומשליך על הגמישות הפיננסית של חברת האחזקות. מידרוג עשויה להתחשב בשווי שוק סחיר לתקופות קצרות או ארוכות מ-30 יום, וזאת בהתאם לנסיבות העניין ובהתאם לשיקול הדעת האנליטי של מידרוג. עבור אחזקות שאינן סחירות, שווי האחזקות מתבסס על שווי הספרים של האחזקות או לחילופין הערכות שווי. הן ביחס לאחזקות סחירות והן ביחס

<sup>3</sup> הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניתוח תאגידי", באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

לאחזקות שאינן סחירות, מידרוג עשויה להביא בחשבון הערכות שווי שערכה החברה לנכסים, שווי עסקאות שבוצעו בנכס וכד, וזאת על פי רוב תחת מקדמי רגישות.

לרוב מידרוג תבחן את שווי המוחזקות בתרחיש רגישות הכולל פגיעה של 15% בשווי השוק של האחזקות הסחירות (בהתבסס על 30 ימי מסחר אחרונים) על מנת לגלם את תנודתיות מחיר המניות לאורך זמן. עם זאת, מקדם הרגישות של מידרוג עשוי להיות גבוה או נמוך משיעור של 15%, וזאת בהתבסס על פיזור המוחזקות, מגמת ההתפתחות של שווי המניה, מצב השווקים ושיקולים נוספים כפי שעשויים להיות ממקרה למקרה ולפי שיקול הדעת האנליטי של מידרוג. עבור אחזקות שאינן סחירות, אשר שוויין מתבסס על הערכות שווי, מידרוג תביא בחשבון על פי רוב מקדם רגישות של 20%, אם כי זה עשוי להיות שונה ממקרה למקרה, בהתאם לשיקול הדעת האנליטי של מידרוג.

#### יחס כיסוי חוב פיננסי למקורות מפעולות FFO (Funds From Operations)

פרמטר זה מתווסף ליחס ה-LTV כפרמטר הבוחן את רמת החוב של חברת האחזקות כפרופורציה למול תזרימי המזומנים השוטפים של החברה. בצד המונה מצוי החוב הפיננסי המותאם ובצד המכנה מצוי סכום המקורות מפעולות FFO. בחישוב החוב הפיננסי המותאם מידרוג תתבסס על החוב המאזני סולו בחברת האחזקות בתוספת חוב פיננסי בחברות מטה בבעלות מלאה (שאינן חברות תפעוליות) ובהתאמות שמידרוג מבצעת לחוב הפיננסי בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידי". סכום ה-FFO מחושב אף הוא על בסיס הדוחות הכספיים סולו של חברת האחזקות וביחד עם חברות מטה בבעלות מלאה שאינן תפעוליות, והוא כולל תקבולים שוטפים מהמוחזקות (דיבידנדים ואחרים), הכנסות עצמיות שוטפות ככל שישנן בניכוי הוצאות מטה, הוצאות ריבית והוצאות מסים שוטפים ככל שישנן. מידרוג עשויה לבצע התאמות לסכום ה-FFO ממקרה למקרה ובהתאם לנסיבות העניין. יחס חוב פיננסי מותאם ל-FFO אינו מביא בחשבון דיבידנדים לבעלי המניות בחברת האחזקות וכן תמורה ממימוש אחזקות ו/או השקעות הוניות במוחזקות (קיימות וחדשות). תנועות הוניות אלו מקבלות את ביטויין בבחינת יחס המינוף. בנוסף, מדיניות חלוקת הדיבידנדים של חברת האחזקות לבעלי מניותיה מקבלת ביטוי נפרד במסגרת המדיניות הפיננסית.

אף כי בראייה המימונית המקובלת, פרעון החוב של חברת האחזקה נשען על שווי המוחזקות (באם באמצעות מימון מחדש של שווי זה ואם באמצעות מימושן בשוק), בחינת כיסוי החוב ביחס לתזרים השוטף של חברת האחזקה מקנה כלי נוסף להבחין בין חברות אחזקה שלהן תזרים רחב יחסית לגובה החוב (ומכאן שולי ביטחון רחבים יותר) לבין חברות להן תזרים צר ביחס לגובה החוב. כפי שצויין לעיל, תקבולי הדיבידנדים הם אחת משלוש רגליים עיקריות לשירות החוב בחברת האחזקות, ולפיכך מידרוג אינה מצפה ליחסי כיסוי מהירים במיוחד ביחס זה, בהשוואה למשל לחברות תפעוליות.

#### יחס כיסוי ריבית ICR (Interest Coverage Ratio)

בצד המונה נכללים תזרימי המזומנים השוטפים המתקבלים מחברת האחזקות בניכוי הוצאות המטה והמס של חברת האחזקות ובצד המכנה נכללים תשלומים בגין הוצאות המימון של חברת האחזקות. ככל שיחס כיסוי הריבית גבוה יותר ולאורך זמן, הוא מצביע על גמישות פיננסית טובה יותר להמשיך ולשאת בהיקף החוב הקיים ולמחזר את החוב ואף לצבור מזומנים. יחס כיסוי ריבית נמוך מ-1.0 (לאורך זמן) מעיד על "נגיסה" ביתרות המזומנים למימון העלויות השוטפות ולמעשה הגדלת החוב. יחס כיסוי הריבית אינו מביא בחשבון דיבידנדים לבעלי המניות בחברת האחזקות וכן תמורה ממימוש אחזקות ו/או השקעות הוניות במוחזקות (קיימות וחדשות). תנועות הוניות אלו מקבלות את ביטויין בבחינת יחס המינוף. בנוסף, מדיניות חלוקת הדיבידנדים של חברת האחזקות לבעלי מניותיה מקבלת ביטוי נפרד במסגרת המדיניות הפיננסית.

#### **גמישות פיננסית**

הגמישות הפיננסית של חברת האחזקות מגלמת, באמצעות מכלול של תתי פרמטרים כמותיים ואיכותיים, את מרווח הביטחון הקיים לה לשרת את התחייבויותיה בנסיבות משתנות ולממש את ייעודה האסטרטגי לאורך זמן. הגמישות הפיננסית של חברת האחזקות



ורמת המינוף ויחסי הכיסוי כרוכים אלו באלו, אולם בפרמטר זה של הגמישות הפיננסית אנו בוחנים תתי פרמטרים משלימים לכך. 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 במנפיק ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר. כמו כן, בהתייחס לכל אחד מתתי הפרמטרים, אין אנו מצפים כי מאפייני הגמישות הפיננסית של מנפיק יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה יש לגמישות הפיננסית של המנפיק את מרבית המאפיינים.

מאפייני הגמישות הפיננסים כוללים:

- » *מרכיב אחזקות סחירות*: מידרוג בוחנת את שיעור האחזקות הסחירות מסך שווי האחזקות. מרכיב גבוה של אחזקות סחירות מצביע על גמישות לממש חלק מהנכסים בעת הצורך לצורך שיפור הנזילות או שירות החוב. בתוך כך, מידרוג בוחנת את המידה בה קיימות מגבלות על האחזקות הסחירות, כגון מגבלות על ירידה מגרעין שליטה מכוח הוראות הרגולציה.
- » *בעלות ושליטה על החברות המוחזקות*: ככל שהשליטה במוחזקות גבוהה ומבוצרת יותר, הדבר עשוי להקנות לחברה גמישות עסקית ופיננסית לממש נתח משמעותי יותר מאחזקותיה בעת הצורך מבלי שהדבר יפגע בשליטה במוחזקות, וזהו גורם חיובי בגמישות הפיננסית.
- » *היקף נכסים בלתי משועבדים*: מידרוג בוחנת את יחס הנכסים הבלתי משועבדים לסך השווי הנכסי של החברה וביחס להיקף החוב. נכסים פנויים משעבוד מהווים חיזוק לנזילות ולגמישות הפיננסית. מידרוג בוחנת את איכות הנכסים, סחירותם ומידת המגבלות על שעבודם (למשל מכוח רגולציה).
- » *מרחק מאמות מידה פיננסיות*: מידרוג בוחנת את מידת המרווח מאמות המידה הפיננסיות הקיימות לחברה. אי עמידה באמות מידה פיננסיות או קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, מצביעה להערכתנו על חולשה משמעותית בגמישות הפיננסית של חברת האחזקות. כמו כן מידרוג בוחנת באם קיימת חשיפה באמות המידה הפיננסיות לשווי השוק של הנכסים באמצעות מנגנון השלמת בטוחות מסוג "mark to market", אשר לעתים כולל דרישה לעיבוי בטוחות/קריאה לכסף בעת אי עמידה במנגנון זה, אשר קיומו עלול להעמיס משקל כבד על הנזילות.
- » *גמישות לשוקי החוב וגיוון מקורות מימון*: מידרוג בוחנת את יכולת החברה למחזר חוב גם על בסיס גיוון מקורות המימון בין ערוצים שונים (חוב סחיר/חוב מוסדי או מימון בנקאי). כן נבחן תמהיל החוב בין אשראי בנקאי לחוץ בנקאי ואת המידה בה החברה חשופה למגבלות קבוצת לווים במערכת הבנקאית. ככל שהחברה הינה ציבורית או מדווחת, מידרוג בוחנת בין השאר את תשואות אגרות החוב כפרמטר המשקף את עלות מיחזור החוב של התחייבויותיה בשוק הסחיר ואת התנהגות המניה.

## נזילות

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים מידיים בסביבה העסקית. חשיבות הנזילות בולטת במיוחד בחברות אחזקה בשל תלותן במקורות חיצוניים לשירות החוב, ובעיקר קבלת דיבידנדים מהמוחזקות ומחזור חוב בשוקי ההון. היחס המוביל בבחינת הנזילות הוא יחס המקורות השוטפים בתוספת יתרות נזילות לשירות החוב (DSCR+CASH). היחס נועד לבחון את המרווח הקיים לחברה, לאורך זמן, לעמוד בשירות השנתי של החוב הפיננסי (קרן וריבית) מתוך מקורות שוטפים. בצד המונה נכללות היתרות הנזילות וני"ע סחירים של חברת האחזקות נכון לתחילת התקופה בתוספת המקורות נטו השוטפים לתקופה של 4 רבעונים (לפני תשלום קרן וריבית על החוב). בצד המכנה נכללים צרכי שירות החוב (קרן וריבית) לאותה תקופה של 4 רבעונים. במידה והחברה מחזיקה תיק ניירות ערך סחיר, הוא יילקח בחשבון בניכוי מקדמי רגישות, כתלות במאפייני הנכסים הסחירים. כמו כן, במידה ולחברה קיימות מסגרות אשראי מחייבות לטווח של שנה לפחות וכתלות באופי המגבלות על ניצול מסגרות האשראי, הן יילקחו בחשבון המקורות לצורך חישוב יחס שירות החוב. יחס שירות החוב כולל יתרות נזילות (DSCR+CASH) נבחן בראייה צופה פני עתיד, ונמדד ברמה שנתית על פני תקופה של שנתיים עד שלוש שנים קדימה, על בסיס מידת הנראות של התזרימים מהמוחזקות, ותחת תרחישי רגישות לגבי היקפם של תזרימים אלו. כשהוא נבחן לטווח הקצר והבינוני, יחס שירות החוב אינו מביא בחשבון מיחזור חוב ומימוש נכסים, אלא אם קיימים הסכמים חתומים לגבי מקורות תזרים אלו.

ככל שיחס הנזילות גבוה יותר, הוא מעיד על יכולת החברה לשרת את התחייבויותיה בטווח הנראה לעין מתוך מקורות המצויים ברמת וודאות גבוהה יחסית, ובהתחשב בשימושים הצפויים לחברה, ואף מאפשר לחברה להקטין חוב פיננסי. יחס שירות חוב נמוך מ-1 מעיד על תלות במיחזור חוב לצורך שירות החוב הקיים ומגביר את סיכון האשראי.

יחסים נוספים הנבחנים בפרמטר הנזילות כוללים את יתרות הנזילות ביחס לפרעונות הקרובים, את מסגרות האשראי של החברה וכן עומסי חוב חריגים החושפים את החברה לסיכון נזילות. על פי רוב מידורג תצפה כי יתרות הנזילות לבדן יכסו לפחות את תשלומי הקרן והריבית לשנה הקרובה, מבלי להתחשב בתזרימים חיצוניים שאינם בשליטה המלאה של החברה.

### מדיניות פיננסית

על-פי גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הם 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. בחברות אחזקה פרמטר זה מקבל משנה תוקף לאור היותה של החברה תלויה בצורה ניכרת בגורמים אקסוגניים, במיחזור החוב ובמצב השווקים. אנו מצפים כי חברות האחזקה יפגינו מדיניות ניהול סיכונים ומדיניות נזילות מושכלת בהקשר זה ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל תוך הותרת שולי נזילות מספקים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. 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 המיומן 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 בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים שוק 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 אחזקה ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **מבנה החוב** - מבנה חוב הכולל מרכיב של תשלום יחיד של סך החוב (Bullet) או תשלום בהיקף משמעותי מסך החוב (מעל 50%) מעלה את סיכון המיחזור של החברה בעתיד ומהווה גורם שיש בו להשפיע לשלילה על סיכון האשראי של המנפיק.
- **אסטרטגיה עסקית** - עבור חברות אחזקה, אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בין היתר בהתייחס לאופי החברות המוחזקות על ידה, לאסטרטגיית מיזוגים ורכישות ברמת חברת האחזקות ליכולת חברת האחזקות להצמיח ולהשביח את אחזקותיה (לרבות על חשבון חלוקת דיבידנדים והן דרך פעולות מציפות ערך בנכסים אשר מביאות לעלייה בשווי או לחילופין גידול בהיקף זרם הדיבידנדים) ולשמור על איכות האשראי של האחזקות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניותיה לעתיד. מידרוג תבחן את מידת המיקוד העסקי והטרק רקורד של החברה להוציא אל הפועל מהלכים (Execution risk) בהתייחס למועד ועיתוי ביצוע המימושים.
- **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 נבחנות גם בהיבטים של שקיפות, תלות באנשי מפתח, יכולתן לתכנן ולהוציא לפועל תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution risk).
- **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.
- **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 המטרצה, 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 מבעל המניות** - אנו בוחנים את סבירות התמיכה בחברת האחזקה 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 חברת האחזקה, 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 של מידרוג. 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.

- אנו עשויים לבחון שיקולים נוספים הנוגעים לגמישות הפיננסית של המנפיק הכוללים נכסים עודפים/ששוי כלכלי סמוי בקשר עם ארגז הכלים של המנפיק ולהערכתנו לא קיבלו ביטוי במסגרת סעיף גמישות פיננסית.

### 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>4</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 אחזקה כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

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

<sup>4</sup> הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

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](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדוח: 17.01.2021**

## 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.

נספח 1.2 - מטריצת הדירוג לחברות אחזקה

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה		
פרופיל תיק האחזקות	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	15%		הדירוג המשוקלל של האחזקות על פי תרומתן בקבוצת הדירוג Aaa.il היחסית לשווי הנכסי הוא	הדירוג המשוקלל של האחזקות על פי תרומתן היחסית לשווי הנכסי הוא בקבוצת הדירוג Aa.il	הדירוג המשוקלל של האחזקות על פי תרומתן היחסית לשווי הנכסי הוא בקבוצת הדירוג A.il	הדירוג המשוקלל של האחזקות על פי תרומתן היחסית לשווי הנכסי הוא בקבוצת הדירוג Baa.il . יתכן כי אחת האחזקות מכבידה במידה רבה על סיכון האשראי של תיק האחזקות מעבר למשקלה היחסי	הדירוג המשוקלל של האחזקות על פי תרומתן היחסית לשווי הנכסי הוא בקבוצת הדירוג Ba.il ומטה		
				מאפייני נחיתות	10%	נראות הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות גבוהה מאוד: למוחזקות מדיניות חלוקה מוצהרת והמוחזקות בעלות טרק רקורד יציב של חלוקה לאורך השנים. כמו כן קיימים איומים מועטים על יכולת החלוקה (למשל: היעדר מגבלות אמות מידה פיננסיות אפקטיבית)	נראות הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות גבוהה מאוד/גבוהה: קיים צפי למדיניות דיבידנדים סדורה אף כי לא בהכרח שהטרק רקורד מספק; אין מגבלות אפקטיביות על חלוקת דיבידנדים; מדיניות החלוקה הינה במידה רבה מאוד/ רבה בשליטת בעלי המניות (למשל מוחזקת פרטית ו/או שאינה תחת רגולציה אפקטיבית ו/או שאין לה חוב מהותי)	נראות הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות הליבה גבוהה מאוד/גבוהה: קיים צפי למדיניות דיבידנדים סדורה אף כי לא בהכרח שהטרק רקורד מספק; אין מגבלות אפקטיביות על חלוקת דיבידנדים; מדיניות החלוקה הינה במידה רבה מאוד/ רבה בשליטת בעלי המניות (למשל מוחזקת פרטית ו/או שאינה תחת רגולציה אפקטיבית ו/או שאין לה חוב מהותי)	נראות הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות הליבה בינונית/ נמוכה: היעדר טרק רקורד לחלוקה יציבה או שאין צפי לחלוקה יציבה; קיימות מגבלות אפקטיביות על חלוקת דיבידנדים, או לחילופין מצבה הפיננסי של המוחזקת או צורכי השקעה אצלה מונעים אפשרות של חלוקה; לבעלי המניות שליטה סבירה/מוגבלת על החלוקה	נראות הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות נמוכה/נמוכה מאוד, אם בשל היעדר יכולת פיננסית לחלוקה ו/או החלוקה אינה בשליטת בעלי המניות בשל מגבלות אפקטיביות מצד מממנים/רגולטורים או גורם אחר; לחלופין, מדיניות החלוקה היא במידה רבה אינה בשליטה בעלי המניות
						מידת ריכוזיות האחזקות	10%	שלוש האחזקות העיקריות מהוות עד 60% משווי תיק האחזקות ומשקל כל אחת מהמוחזקות אינו עולה על 20%; כל אחת מהאחזקות הינה בעלת תרומה ניכרת לתזרימי המזומנים בחברת האחזקות; קיים גיוון רחב בין תחומי הפעילות של המוחזקות ובטריטוריות בהן פועלות המוחזקות	שתי אחזקות המהוות בין 65%- 85% משווי תיק האחזקות והתרומה לתזרימי המזומנים של חברת האחזקות עלולה להיות ריכוזית אף יותר; גיוון גבוה בין תחומי הפעילות של שתי המוחזקות או בין הטריטוריות של פעילותן עשוי לתרום באופן חיובי להערכת מידת הריכוזיות	שתי אחזקות המהוות בין 65%- 85% משווי תיק האחזקות והתרומה לתזרימי המזומנים של חברת האחזקות עלולה להיות ריכוזית אף יותר; גיוון גבוה בין תחומי הפעילות של שתי המוחזקות או בין הטריטוריות של פעילותן עשוי לתרום באופן חיובי להערכת מידת הריכוזיות

פרופיל תיק  
האחזקות  
35%

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה	
מינוף ויחסי כיסוי	חוב פיננסי לשווי נכסים		15%	≤ 10%	30%-10%	55%-30%	75%-55%	≥ 75%	
	יחס כיסוי ריבית ICR		5%	≥ 6.0	4.0-6.0	2.0-4.0	1.0-2.0	≤ 1.0	
	חוב פיננסי ל-FFO		10%	≤ 5	5.0-10.0	10.0-20.0	≥ 20.0		
פרופיל פיננסי 65%	גמישות פיננסית	גמישות פיננסית	15%	גמישות פיננסית טובה מאוד: אחזקת שליטה מבוצרת במרבית אחזקות הליבה; האחזקות המהותיות רשומות למסחר; כל נכסי החברה פנויים משעבוד; יחס שווי מניות פנויים משעבוד/חוב מותאם עולה על 1.0; מרווח מספק מאמות מידה פיננסיות; האחזקות המהותיות אינן אחזקות מיעוט ויתכן שאף מצויות בשליטה מבוצרת; נגישות החברה לשוק ההון תלת במקור מימון עיקרי	גמישות פיננסית טובה מאוד: אחזקת שליטה מבוצרת במרבית אחזקות הליבה; האחזקות המהותיות רשומות למסחר; כל נכסי החברה פנויים משעבוד; מרווח גבוה מאמות מידה פיננסיות; לחברה מגוון מקורות מימון; נגישות החברה לשוק ההון טובה אף בעיתות משבר	גמישות פיננסית טובה: מעל 75% מהאחזקות (במונחי שווי אחזקות) הן אחזקות שמניותיהן רשומות למסחר; כ-75% מנכסי החברה פנויים משעבוד; יחס שווי מניות פנויים משעבוד/חוב מותאם עולה על 1.0; מרווח מספק מאמות מידה פיננסיות; האחזקות המהותיות אינן אחזקות מיעוט ויתכן שאף מצויות בשליטה מבוצרת; נגישות החברה לשוק ההון תלת במקור מימון עיקרי	מעל 50% מהאחזקות (במונחי שווי תיק האחזקות) הינן אחזקות שמניותיהן רשומות למסחר; כ-50% מנכסי החברה פנויים משעבוד; יחס שווי מניות פנויים משעבוד לחוב מותאם עולה על 0.75; מרווח נמוך מאמות מידה פיננסיות; ייתכנו החזקות מיעוט במוחזקות מהותיות; נגישות החברה לשוק ההון מוגבלת	מרבית נכסי החברה אינם רשומים למסחר; כל נכסי החברה משועבדים לטובת המממנים; חשש לאי עמידה באמות מידה פיננסיות; חברה פרטית ואין לה נגישות לשוק ההון	
	נזילות	DSCR+CASH	10%	≥ 3.0	2.0-3.0	1.0-2.0	0.5-1.0	≤ 0.5	
מדיניות פיננסית	מדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה	מדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה	מדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה	המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה/ בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות; עקביות במדיניות ההשקעות, התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון מאוד 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; מדיניות החלוקה יכול ובאה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה 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	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה			

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



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

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

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

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע 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>