

# דירוג חברות ליסינג והשכרה לזמן קצר של כלי רכב

הזמנה להערות הציבור | אפריל 2023

## אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון תאגידיים  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן ומנהלת פעילות הדירוג  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה "דירוג חברות ליסינג תפעולי של כלי רכב" שפורסמה על ידה ביוני 2016 (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. פירוט משקולות הפרמטרים ומטריצת הדירוג כמפורט בנספח לדוח זה.
2. הורחבו והוחלפו הפרמטרים הנמדדים תחת קטגוריית "סביבת הפעילות". מטרת השינוי הינה לשקף את גישתנו ביחס להערכת סביבת הפעילות העסקית של חברות בתחום והשלכות סביבה זו על כושר החזר האשראי של המנפיקים בענף.
3. הורחבו והוחלפו הפרמטרים הנמדדים תחת קטגוריית "פרופיל עסקי". מטרת השינוי הינה לשקף הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק, תוך התייחסות למאפיינים הבאים: נתח שוק, מגוון המגזרים ויציבותם, משך חיי העסקאות, שיעורי ניצולת הצי, פרופיל הצי ופיזור לקוחות.
4. במסגרת המיצוב העסקי התווסף פרמטר "היקף פעילות" חלף פרמטר "הכנסות מהשכרה". להערכתנו, חברות בעלות היקף הכנסות גבוה בענף זה (כלל ההכנסות, לרבות הכנסות מהשכרה) נוטות להחזיק במגוון פעילויות או בפיזור רחב יותר של לקוחות, וכך במידת הצורך למתן סיכונים בעלי השפעה חריפה ויוצאת דופן.
5. בקטגוריה "רווחיות" התווסף פרמטר שיעור רווח נקי להכנסות לצד הפרמטר הקיים, תשואה על נכסים (ROA), ובהתאם משקלו של האחרון הוקטן על מנת לשקף פרופיל רחב יותר של הרווחיות.
6. בקטגוריית הפרופיל הפיננסי התווסף הפרמטר "חיס כסוי" ובחירתנו על ידי היחס "EBIT להוצאות מימון נטו". מידרוג מעריכה כי הוספת יחס זה תעזור לבחון את היכולת של חברת הליסינג וההשכרה לכסות את עלות החוב מתוך פעילותה השוטפת, או לממן מחדש חוב זה. מנגד הוסר הפרמטר מינוף תזרימי שנמדד באמצעות היחס חוב ל-FFO.
7. הרחבת הפרמטרים הנבחרים תחת הפרמטר "גמישות פיננסית" על ידי הוספת פרמטר "שווי צי משועבד ביחס לחוב מובטח". מטרת השינוי הינה להדגיש את מבנה המימון של חברות הליסינג וההשכרה הנשען במידה רבה על שעבוד של כלי הרכב בצי ושל התקבולים הנובעים מעסקאות הליסינג וההשכרה לטובת המממנים.
8. הפרמטר "מדיניות פיננסית" נכלל במסגרת המטריצה כהערכה איכותנית 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. הפרמטר "מדיניות פיננסית" נכלל עד כה במסגרת "השיקולים הנוספים" במתודולוגיה הקיימת, והכללתו במסגרת מטריצת הדירוג (כהגדרתה להלן) מאפשרת להערכתנו השוואתיות טובה בפרמטר חשוב זה בין המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו.
9. עדכון והרחבת השיקולים הנוספים אשר עשויים להיבחן כחלק מהדירוג.

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 כטיטה 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](mailto:RFC@midroog.co.il) עד**

**לתאריך 07.05.2023**

## הקדמה

מטרת דוח זה היא להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות ליסינג והשכרה לזמן קצר של כלי רכב, 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 ליסינג והשכרה לזמן קצר של כלי רכב (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 רחביות 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) תיאור ענף 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 העוסקות במתן שירותי ליסינג ו/או השכרה לזמן קצר של כלי רכב אשר עיקר פעילותן הינה בעלות על צי כלי הרכב לצורך החכרתם תמורת דמי שימוש. מתודולוגיה זו לא תחול על חברות שעיקר פעילותן במתן הלוואות לרכישת כלי רכב.

## תיאור ענף הפעילות

חברות הליסינג והשכרה פועלות במודל של תיווך פיננסי, הנשען על יכולתן לגייס מקורות הון משמעותיים בשעבוד כלי רכב (בעיקר פרטיים), לרכישת כלי רכב לצורך החכרתם בחוזים של כ-3 שנים, תמורת דמי שימוש חודשיים ועל יתרון לגודל בקבלת הנחות מהיבואנים. החברות בענף הליסינג וההשכרה מאופיינות במאזן עתיר רכוש קבוע וברמת מינוף גבוהה הנגזרת מההשקעות הכבדות ברכישת צי הרכבים. חברות הליסינג וההשכרה חשופות לשווי השירוי (ערך הגרט) של כלי הרכב בתום עסקת הליסינג או ההשכרה, הנשען על מחיר השוק שלו בתום תקופת ההחכרה. כלי הרכב מהווים את הבטוחה העיקרית לצורך גיוס חוב פיננסי, כאשר עיקר ההתחייבויות הפיננסיות של חברות הליסינג וההשכרה מגובות בשעבוד על צי כלי הרכב. כמו כן, סחירותו הגבוהה של נכס הבסיס, מאפשרת גמישות יחסית במחזורי אשראי שליליים הכרוכים בצמצום הנגישות לאשראי.

הכנסות החברות בענף כוללות בעיקר שני מרכיבים עיקריים: הכנסות מדמי שימוש בגין עסקאות הליסינג ו/או בגין השכרה של כלי רכב לזמן קצר והכנסות ממכירת כלי רכב, הכוללות מכירת כלי רכב מהצי התפעולי והכנסות מסחר בכלי רכב. דמי השימוש מגלמים את עלות הפחת הכלכלי של כלי הרכב, האחזקה, התפעול ועלויות המימון בהן נושאת חברת הליסינג וההשכרה. כפעילות משלימה לעסקאות הליסינג וההשכרה ולצורך גיון מקורות ההכנסה, פועלות חברות הליסינג גם בתחום הסחר בכלי רכב (חדש ומשומש), שירותי מוסך וגרירה, והעמדת מימון לרכישת כלי רכב.

הרווח של החברות בענף תלוי במידה רבה ביכולתן לתמחר נכון וליצור מרווח חיובי בין דמי השימוש לעלויות הרכב, ניהול הצי, מימון ואחרות, ומיכולתן לייצר רווחי הון בעת מכירת הרכב בתום תקופת החכירה, כאשר אלו מושפעים מהסביבה התחרותית ומטעמי הלקוחות.

### 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	
סביבת הפעילות	10%	סביבת הפעילות	10%	---	10%	
פרופיל עסקי	25%	היקף פעילות	10%	היקף הכנסות	10%	
		מיצוב עסקי	15%	---	15%	
רווחיות	10%	שיעור רווח נקי	5%	רווח נקי/הכנסות	5%	
		תשואה על נכסים	5%	רווח נקי/ממוצע נכסים	5%	
פרופיל פיננסי	45%	מינוף מאזני	15%	הון עצמי/מאזן	15%	
		יחסי כיסוי	10%	EBIT / הוצאות מימון נטו	10%	
		גמישות ונזילות	20%		תזרים פנימי לפני רכישת כלי רכב / חלויות שוטפות	5%
					גמישות פיננסית	15%
מדיניות פיננסית	10%	---	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.

### סביבת הפעילות

ענף הליסינג וההשכרה לזמן קצר של כלי רכב מאופיין בסיכון עסקי בינוני-גבוה. הסיכון בענף מושפע לשלילה ממינוף גבוה יחסית וצורכי מחזור חוב גבוהים וכן מפוטנציאל צמיחה מוגבל.

על אף היותו ריכוזי יחסית, ענף הליסינג וההשכרה מאופיין ברמת תחרות גבוהה נוכח העדר בידול משמעותי בין המתחרים השונים, כאשר התחרות מתמקדת בעיקר במימד המחיר ובאיכות השירות. תהליכי הקומודיזציה של שירות הליסינג אשר תפסו תאוצה במהלך העשור האחרון, הביאו להערכתנו לעלייה ברמת התחרות וברגישות הענף ללחצי מחירים מצד הלקוחות. השירותים בענף הליסינג וההשכרה פונים בעיקר ללקוחות עסקיים אשר בחלקם הגדול מעניקים לעובדיהם את שירותי הליסינג כחלק מחבילת השכר וכתחליף לשימוש ברכב פרטי, ובחלקם משתמשים בשירותי הליסינג כתחליף לאחזקה וניהול צי כלי רכב. לאור זאת בהתייחס לליסינג ללקוחות עסקיים, פוטנציאל הצמיחה בענף הינו מוגבל, ומכאן שהתחרות הינה על נתחי שוק קיימים. בהתייחס לליסינג הפרטי, ניתן להצביע על תחרות גבוהה יותר בה מתחרים גם גופי מימון רבים ושונים.

חברות הליסינג פועלות במודל של תיווך פיננסי המספק הצעת ערך, הנשענת על הצורך של לקוחות פירמות עסקיות או לקוחות פרטיים, לממן את צי הרכב כמעין הלוואה, חלף רכישתו על ידי הלקוחות, ולקבל שירותי תפעול לצי במיקור חוץ. עסקאות הליסינג מהוות הטבת שכר לעובדים של הפירמות העסקיות, חלף שכר כספי לרבות מימון הוצאות הדלק. ההפרדה בין הבעלות על כלי הרכב לבין המשתמש ומימון השימוש כולו לרבות על-ידי החברה החוכרת, גורמים לכך שהעלות השולית של הנסיעה היא נמוכה. פרופיל הלקוחות של חברות הליסינג הינו מגוון מאוד ומבוזר, ומורכב בעיקר מלקוחות עסקיים ממגוון רחב של ענפי המשק.

החברות בענף נהנות מיתרונות לגודל בעיקר ברכש, כאשר קיימת תלות הדדית בין חברות הליסינג ליבואני הרכב המקומיות. לצורך הערכת סביבת הפעילות, מידרוג בוחנת את הפרמטרים הבאים: מאפייני השירות/מוצר, מגמת הביקושים, חסמי כניסה, תחרות וכן סיכון הגרט. כלל הפרמטרים בעלי משקולות זהות. פרמטרים אלו מסייעים להבין בצורה טובה יותר את הסביבה העסקית, ובכך להעריך את היכולת של החברה לשמר את היקפי הפעילות ויציבותם לאורך זמן.

הערכת סיכון סביבת הפעילות של המנפיק 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 מתקיימים מרבית המאפיינים של סביבת הפעילות של המנפיק.

**מאפייני השירות/המוצר** - להערכתנו, החיוניות של שירותי רכב הינה גבוהה ומצויה בשימוש יומיומי, אולם לעסקת הליסינג קיימים תחליפים בדמות רכישת רכב פרטית שהיא הפתרון השכיח ו/או שימוש בתחבורה ציבורית. אנו מאפיינים את מידת החיוניות של השירות עבור הלקוחות, את פרופיל הלקוחות בענף ואת מידת העמידות של הביקוש בפני המחזוריות הכלכלית. עיקר הלקוחות של חברות הליסינג הינם גופים עסקיים, ציבוריים ומוסדיים, המחזיקים בצי כלי רכב בהיקפים שונים עבור עובדיהם, ושאר הלקוחות הינם עסקים קטנים ולקוחות פרטיים אשר עשויים להתקשר בעסקת ליסינג לתקופה או לחילופין ליטול הלוואות לרכישת כלי רכב. מרבית עסקאות הליסינג מעוגנות בחוזי התקשרות לטווח של 3 שנים בעת חתימתם, דבר המשפיע באופן חיובי על נראות ההכנסות. בתחום ההשכרה לזמן קצר ההתקשרויות עם הלקוחות, עסקיים או פרטיים, בד"כ אינן עולות על טווח של שנה ולרוב לתקופות קצרות מכך, והן חשופות לעונתיות ולביקוש מצד תיירות נכנסת, אלו פוגמים בנראות ההכנסות מהשכרה.

ענף הליסינג חשוף במידה רבה לרגולציה בתחום המיסוי, הן בצד שווי השימוש המשפיע על האטרקטיביות של עסקת הליסינג עבור מעסיקים ומועסקים, והן בצד שיעור מס הקנייה והמס הירוק על כלי הרכב החדשים. חברות הליסינג וההשכרה עשויות להתקשר

בעסקת ליסינג מימוני עם לקוחות פרטיים. תחת פעילות זו הלקוחות מתקשרים עם החברה לתקופות של 24 או 36 חודשים בממוצע להשכרת כלי רכב, כאשר בתום תקופת העסקה עומדת בפני הלקוח אפשרות לרכוש את הרכב מחברת הליסינג.

**מגמות הביקושים** - אנו מעריכים את מידת היציבות של הביקוש למוצר/לשירות בטווח הבינוני ובטווח הארוך למול שינויים בטעמים ובהעדפות של הלקוחות, שינויים טכנולוגיים, וכן קיומם של מוצרים תחליפיים. שירותי הליסינג מהווים חלופה עבור מועסקים לרכישת רכב פרטי באופן עצמאי או ויתור על רכב ושימוש בתחבורה ציבורית, ובמקרים אחרים מספקים למעסיקים יתרונות מימון - עסקת ליסינג פוטרת ארגונים גדולים כגון משרדי ממשלה, חברות ממשלתיות וחברות עסקיות, או לחילופין, עסקים קטנים ופרטיים, מההכרח לרכוש כלי רכב עבור עובדיהם, מקלה על תזרים המזומנים ומאפשרת ניצול ההון לפעילות הליבה, ותפעול - אחזקת ותפעול הציים נעשית ע"י חברות הליסינג. הביקוש לשירותי ליסינג והשכרה נתון להשפעות מצד גורמים כלכליים, טכנולוגיים ואקסוגניים - שינויים אינפלציוניים, עלייה בשיעורי האבטלה ושיפור בתשתית התחבורה הציבורית עשויים להוריד את הביקוש מצד הלקוחות והן מצד העובדים. מצד שני, עלייה במחירי כלי רכב חדשים, עלייה בעלויות תחזוקה ובמחירי הדלק עשויים להגביר את הביקוש לשירותי ליסינג.

**תחרות וחסימי כניסה** - הענף מאופיין בחסימי כניסה בינוניים-גבוהים, הנובעים בעיקר מצורך בהון עצמי משמעותי להשקעה בצי הרכב, יתרונות לגודל בעיקר ברכש, מוניטין, זיכיונות ייחודיים, נגישות למקורות מימון וניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג. חסמים אלו מהווים הגנה על נתחי השוק של השחקנים הגדולים, ובכך מסייעים לשמירה על היקפי הפעילות. בנוסף, להערכת מידורג, הענף מאופיין ברמת בידול נמוכה במוצר המסופק, כאשר התחרות מתבססת בעיקרה על רמת השירות. פוטנציאל צמיחה מוגבל וניידות מוגברת של לקוחות, מעודדים לאורך זמן תחרות גבוהה המתמקדת במחירי העסקאות.

**סיכון הגרט** - הפעילות בענף הליסינג וההשכרה גוזרים חשיפה גבוהה לירידת ערך שווי כלי הרכב בשוק המשני היות וצי כלי הרכב מהווה את החלק הארי של נכסי חברות הליסינג וההשכרה. סיכון הגרט הינו ביטוי לפער שבין שווי כלי הרכב הנרשם בספריה של החברה, לבין שווי כלי הרכב בשוק המשני. כאשר קיים פער חיובי, החברות רושמות רווח הון בגין מכירת כלי הרכב בתום תקופת החכירה והדבר תורם להגדלת הרווחיות. מנגד, פער שלילי גורר עימו הפסד הון ומביא לפגיעה ברווחיות. סיכון הגרט מהווה סיכון ענפי ייחודי בענף הליסינג, ומושפע מגורמים אשר לחברות הליסינג שליטה מועטה לגביהם, כגון מחירי כלי הרכב חדשים (המשפיעים בתורם על מחירי כלי הרכב המשומשים), וכן משינויים בטעמים והעדפות של צרכנים בנוגע למותגי רכב ודגמים שונים. בנוסף, ייתכנו השפעות רגולטוריות כגון: שווי השימוש של כלי הרכב לצורכי מס אשר משפיעות על תמריצי הלקוח הסופי לחכור את כלי הרכב וכן השפעות מיסוי שונות המשפיעות בצורה ישירה על מחירי כלי הרכב.

בשל כך, היכולת של חברה למתן את החשיפה לסיכון הגרט הינה מוגבלת, ומתמקדת בעיקר בקביעת פרופיל צי הרכב ובמדיניות הפחת בספרי החברה. להערכת מידורג, מאפייני צי כלי הרכב, כגון פיזור יצרנים וגיל הצי, יש בהם להשפיע על הגברה או צמצום של החשיפה לסיכון הגרט. כמו כן, חברות הליסינג נדרשות לבחון מידי תקופה את שווי הצי בספריהן למול שווי השוק הנוכחי והצפוי של כלי הרכב לסוגיהם השונים ולשקף פערים אלו באמצעות שיעור הפחת והפחתות. לאור זאת, מדיניות הפחת לאורך זמן, ביחס לממוצע בענף עשויה אף להשפיע על הסיכון לתנודתיות ברווחי ההון ובפרט להפסדי הון שלא נצפו מראש.

חברות הליסינג מהוות חלק משמעותי בהיצע הרכבים המשומשים בגילאי 2-4. אי לכך, ביכולתן להשפיע במידה מסוימת על מחיר המכירה כתוצאה משליטה בצד ההיצע וכפועל יוצא על ערך הגרט - גורם שממתן את הסיכון שבשחיקה פתאומית של ערכי הגרט.

## פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי כולל את מאפייני המפתח של חברת הליסינג וההשכרה התומכים ביכולתה לייצר הכנסות, רווחיות וערך כלכלי בתחומי הפעילות, וגם לשמור על יציבותם לאורך המחזור הכלכלי. חברות ליסינג ושכרה בעלות פרופיל עסקי איכותי צפויות להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק בעייתיים ועשויות לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי חברות ליסינג והשכרה אלה יעמדו בהתחייבויות שלהן בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, באופן שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר לחברות פרופיל עסקי חלש והיקף הכנסות נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר לחץ פיננסי שיופעל עליהן, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

מידרוג מעריכה את הפרופיל העסקי באמצעות מספר פרמטרים, חלקם כמותיים וחלקם איכותניים, וזאת על מנת לשקף בצורה המיטבית את החוזק והמעמד העסקי של החברות בענף. להערכתנו, פרופיל עסקי חזק משליך באופן חיובי על סיכון האשראי, כאשר חברת ליסינג והשכרה בעלת פרופיל עסקי חזק צפויה להנות מגישה נוחה וזמינה יותר למקורות מימון, וכן מעלויות מימון ומעלויות זולות יותר, וזאת ביחס לחברות אחרות בענף בעלי פרופיל עסקי חלש יותר. הפרמטרים העיקריים שאנו בוחנים הם: היקף הפעילות, נתח שוק, מספר קווי עסקים, יציבות קווי העסקים, פרופיל הצי ופיזור לקוחות ומח"מ עסקאות ושיעורי ניצולת הצי.

## היקף פעילות

חברות בעלות היקף הכנסות גבוה נוטות להחזיק במגוון פעילויות או בפיזור רחב יותר של לקוחות, וכך יכולות במידת הצורך למתן סיכונים בעלי השפעה חריפה ויוצאת דופן. להערכתנו, היקף פעילות גבוה מקנה לחברה הגנה משינויים בביקוש/בהיצע, מעלייה בעלויות ומיתרונות תחרותיים ברכש ובנגישות למקורות מימון המהווים גורמי מפתח להשאת הרווחים בענף, וזאת ביחס לחברה בעלת היקף פעילות נמוך יותר. מידרוג בוחנת את היקף הפעילות באמצעות סך ההכנסות השנתיות המדווחות בדו"חות הכספיים של החברות. היקף ההכנסות של החברה בענף הליסינג והשכרה לזמן קצר כולל בעיקרן את ההכנסות דמי השימוש מפעילות השכרה (ליסינג והשכרה לזמן קצר), הכנסות ממכירת כלי רכב המסיימים את עסקת הליסינג וכן הכנסות ממכירת כלי רכב משומשים שנרכשו על ידי החברה בעסקאות טרייד אין וכן כלי רכב חדשים. אנו לוקחים בחשבון כי חלק מההכנסות של החברות בתחום כוללות הכנסות מתחומים משיקים שאינם ליסינג, כדוגמת שירותי מוסך וגריה, ומימון רכישת כלי רכב וזאת בשל תרומתם הסינרגטית בדרך כלל.

**נתח שוק** - אנו מודדים את נתח השוק של חברה בענף הליסינג וההשכרה באמצעות גודל הצי הכוללי במונחי מספר כלי רכב של חברה לסוף תקופה, ביחס לאומדן הצי המצרפי בענף לסוף לאותו מועד. הנתון כולל כלי רכב שנמכרים מצי הליסינג וההשכרה, במסגרת פעילות טרייד אין ובמסגרת פעילות סחר בכלי רכב.

להערכתנו, נתח השוק של חברה משקף את מעמדה העסקי בענף. חברות בעלות נתח שוק גדול יותר ביחס לחברות אחרות צפויות להנות מגמישות תפעולית גבוה יותר הנובעת מיכולת להתאים את גודל הצי בהתאם למגמת הביקוש ובכך להשפיע על גודל הצי המצרפי, וכן להנות מיתרונות תחרותיים נוספים כגון יתרונות לגודל וגישה למקורות מימון. כמו כן, חברות ליסינג והשכרה המחזיקות בנתח שוק משמעותי צפויות להנות מיכולת ספיגה גבוהה יותר של ירידה פרמנטית בביקושים.

**מגוון המגזרים ויציבותם** - מידת הגיוון והפיזור העסקי של חברה הבאה לידי ביטוי במקורות ההכנסה, מהווה פרמטר חשוב בקביעת הפרופיל העסקי וסיכון האשראי. להערכתנו, פעילות במספר קווי עסקים כדוגמת ליסינג, השכרה, סחר והלוואות מאפשרת לחברות ליסינג והשכרה למתן השפעות אקסוגניות שליליות. מנגד, חברות התלויות במידה רבה בקו עסקים עיקרי, צפויות להערכתנו להיות פגיעים יותר לשינויים בסביבה העסקית- דבר אשר משליך באופן שלילי על הפרופיל העסקי וסיכון האשראי. מספר קווי העסקים של חברה הנו פועל יוצא של ההחלטה האסטרטגית של חברה, כאשר כאשר חלקם הרחיבו את הפעילות מעבר לליסינג המסורתי לתחומי הסחר בכלי רכב חדשים ("אפס קילומטר") וההשכרה לזמן קצר וכן לתחום העמדת אשראי לרכישת כלי הרכב שהם מוכרים. בד בבד, פעילות הליסינג מאופיינת ביציבות גבוהה יחסית בשל חוזים לטווח בינוני, יחסית למגזרי פעילות כגון השכרה לזמן קצר וסחר בכלי רכב. חברות ליסינג עשויים לפעול בתחומים המאופיינים ברווחיות גבוהה יותר מנגד בעלי תנודתיות גבוהה יותר לעומת פעילות הליסינג. איכות ויציבות רווחיה של החברה קובעים את יכולתה ליצור תזרימי מזומנים, צבירת ובניית כרית הונית לספיגת הפסדים, שירות החוב ושימור תחרותיות בשוק. במסגרת פרמטר זה מידרוג תבחן הן את תרומת פעילות הליסינג לרווחיות החברה והן את תנודתיות הרווח בהתחשב גם בקווי העסקים הנוספים של החברה.

**מח"מ עסקאות ושיעורי ניצולת הצי** - מידרוג תבחן את איכות ניהול הצי באמצעות הפרמטרים של שיעור הניצולת של צי הרכב שהינו היחס שבין הצי הפעיל הממוצע לתקופה לבין הצי הכולל הממוצע לתקופה ובאמצעות מח"מ עסקאות ההשכרה. שיעור הניצולת ומח"מ העסקאות מהווים, להערכתנו, אומדן טוב למידת האפקטיביות התפעולית של החברה, וזאת לאור מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות בבסיס העלויות של חברות הליסינג. אנו מעריכים כי ישנה הלימה בין איכות ניהול הצי של החברה לבין שיעור הניצולת ומח"מ עסקאות, כאשר חברות להן שיעור ניצולת גבוה ומח"מ עסקאות ארוך ביחס לממוצע בענף, צפויים להציג יעילות תפעולית ורווחיות

<sup>1</sup> צי הרכב המשמש לפעילות הליסינג וההשכרה, ובתוספת כלי רכב מהצי מהמיועדים למכירה.

גבוהות יותר ביחס לחברות להן שיעור ניצולת נמוך יותר ומח"מ עסקאות קצר (מח"מ עסקאות קצר מאפיין חשיפה גבוה יותר לתחום ההשכרה לזמן קצר).

**פרופיל הצי ופיזור לקוחות** - מידרוג בוחנת את שיעור החשיפה של הצי ליצרני כלי הרכב, כאשר אנו מעריכים כי מנפיקים בעלי חשיפה נמוכה ליצרן בודד ובעלי גוון ופיזור גדול יותר של יצרנים ביחס למנפיקים אחרים, עשויים להיות חשופים במידה נמוכה יותר לשינויים בטעמים והעדפות צרכנים בשוק המשיני. רובד נוסף של פיזור עסקי נמדד ביחס לפלחי השוק בהם פועלת החברה בתחום הליסינג, עם יתרון שניתן למגזרים קמעונאיים באופיים, כגון לקוחות פרטיים ולקוחות עסקיים קטנים ובינוניים, על פני לקוחות מוסדיים גדולים. פיזור רחב של לקוחות משפר את כוח התמחור של החברה ומפחית את סיכון האשראי מול הלקוחות ומצמצם את החשיפה לעזיבה של לקוח מרכזי ולתנודתיות בתוצאות הכספיות.

### **במסגרת פרופיל הצי אנו בוחנים את מידת החשיפה ליצרן בודד וגיל הצי**

- חשיפה ליצרן בודד - חוזק המותג של יצרן הרכב מהווה גורם משפיע משמעותי על מחיר הרכב המושמש, כנגזר מטעמי הציבור, זאת מעבר למצב המכני של כלי הרכב. להערכת מידרוג, חשיפה גבוהה ליצרן בודד עשויה לחשוף את החברה לירידות ערך כתוצאה מפגיעה במוותג וכן משינוי כללי בהעדפת הציבור לגבי מותג זה או אחר. חשיפה זו מתעצמת ככל שחלקו של היצרן בצי הרכב של חברת הליסינג וההשכרה גדול יותר ביחס לנתח השוק של היצרן בשוק הרכב. נטיית הצי לדגם או יצרן מסוים עשויה לנבוע מהדומיננטיות של אותו הדגם/היצרן בשוק כלי הרכב החדשים, ממכרזים גדולים בהם משתתף דגם דומיננטי וכן מהזדמנויות שעולת מעת לעת לרכישה במחירים מיוחדים מיובאן מסוים. קשרי בעלות בין חברת הליסינג ולבין יובאן רכב יתבטאו על פי רוב בנתח צי ובנתח צי יחסי גבוה של דגמי אותו יובאן.
- גיל הצי - גיל הרכב מהווה פרמטר בסיסי ומרכזי בקביעת שווי כלי רכב בשוק הרכבים המושמשים, זאת מכיוון שגיל הרכב עומד ביחס ישר עם אורך הקילומטרז של הרכב, מצבו המכאני ואורך חייו הנותרים. חלק ניכר מיצרני הרכב מעניקים אחריות לכלי הרכב בשנותיו הראשונות, אשר מעלה את הסבירות לשמירה על מצב מכאני טוב יותר של כלי הרכב. ככל שגיל הרכב עולה, כך גדל חוסר הוודאות לגבי מצבו המכאני והוצאות התחזוקה גדלות, על חשבון הוצאות הפחת. מידרוג סבורה כי יש בכך להשליך לשלילה על סיכון הגרם.

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. לדוגמה, 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**

יכולת הפקת רווחים הינה רכיב מפתח בהצלחתה או כישלונה של חברת ליסינג והשכרה, ומאפשרת מדידת יכולת ייצור ערך כלכלי עבור בעלי המניות ובניית יכולת החזר החוב. רווחיות יציבה הינה קריטית עבור חברת ליסינג לאור צרכיה התכופים למחזור חוב. מידרוג רואה ברווחיות יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון, או קו הגנה ראשון כנגד הפסדים לא צפויים. היקף, איכות ויציבות רווחיה של החברה קובעים את יכולת ייצור תזרימי מזומנים, צבירת ובניית כרית ההון לספיגת הפסדים, שירות החוב, שימור תחרותיות בשוק וחיזוק ביטחון המשקיעים. רווחיות חזקה ויציבה מעידה על יתרונות יחסיים ברי קיימא. רווחיות היא בחלקה פרמטר שנגזר ממאפייני הענף ובחלקה מהמיצוב העסקי והיעילות התפעולית של החברה. הפרמטרים שמידרוג בוחנת בחברות ליסינג הם שיעור הרווח הנקי (רווח נקי להכנסות) והתשוואה על הנכסים (ROA - רווח נקי/נכסים ממוצעים) כמדדים למודל העסקי של החברה ביחס לענף, למעמדה העסקי וליעילות התפעולית.

המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים



פיננסיים מובילים בדירוג תאגידיים<sup>2</sup> והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. יחד עם זאת, מידרוג עשויה לבצע התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. בהקשר של חברות ליסינג והשכרה, מידרוג עשויה לבצע התאמות לדוחות כספיים של חברות אלו בקשר עם מבני מימון שונים הנהוגים בענף. כך, לצד גיוס חוב מהמערכת הבנקאית ומשוק ההון, חברות אלו עשויות להתממן, בין היתר באמצעות מכירה ו/או איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב ואיגוח תזרימי מזומנים הנובעים מעסקאות הליסינג ומכירתם לצדדים שלישיים. על פי רוב, עסקאות איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב ו/או מכירת תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב מאופיינות בניכוי הנכסים ממאזן החברה, על בסיס של מכירת הנכסים ("true sale"). להגברת השוואתיות לחברות אחרות בענף, מידרוג עשויה לבצע התאמות שלפיהן מידרוג תחזיר למאזן החברה את הנכסים שנמכרו ותבצע התאמות הנדרשות ליתר הפרמטרים הרלוונטיים. בבחינת ההתאמות הנדרשות עבור חברות אשר מתממנות באמצעות המחאת זכויות ותיקי איגוח, המבחן המרכזי שבבצע לצורך בחינת החזר תיקי הלוואות לרכישת כלי הרכב הינו, האם לחברת ליסינג והשכרה קיים סיכון מהותי (recourse) אשר צפוי לנבוע מתוך אותן עסקאות או לחילופין, האם החברה מחזיקה בנתח מהנכסים אשר להערכתנו מהווה סיכון נוסף על החברה מעבר לנכסי המאזן שלו. ככל שנסבור כך, אנו נבצע התאמות לפרמטרים מרכזיים בקשר עם הרווחיות, המינוף המאזני ויחסי הכיסוי.

### שיעור רווח נקי

מידרוג תבחן את שיעור הרווח הנקי כיחס בין הרווח הנקי של חברה לבין סך ההכנסות. הרווח הנקי של חברות הליסינג וההשכרה מייצג את מכלול המודל העסקי של חברות הליסינג וההשכרה שכן הוא מביא בחשבון את עלויות הפחת והוצאות המימון של החברה אשר הינן מרכיבים מהותיים בחברות אלו, המהווים גורמי ייצור משמעותיים במודל העסקי אשר עלותן מתמוחרת במחיר עסקת הליסינג ומקבלת ביטוי בשורת ההכנסות. הרווח הנקי מאפשר לחברות הליסינג וההשכרה לצבור כרית הונית ובנוסף מהווה כרית לספיגת הפסדים אשר עלולים לנבוע לחברה מירידה בשווי נכסי החברה. אנו עשויים לבצע התאמות לרווח הנקי על מנת לנטרל הכנסות או הוצאות שאנו סבורים שאינם נובעים מליבת הפעילות והם בעלי אופי חד פעמי. בהערכת מדד שיעור הרווח הנקי, אנו עשויים לבצע התאמות תוצאתיות בגין עסקאות מכירת/איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב.

### תשואה על נכסים

פרמטר זה יחושב על ידינו כיחס בין הרווח הנקי של החברה לבין סך הנכסים במאזן. התשואה על הנכסים מהווה מדד ליכולת ייצור רווחיות מהנכסים של החברה, כאשר בצד המכנה כולל היחס את ממוצע הנכסים במאזן. בהערכת מדד התשואה על הנכסים, אנו עשויים לבצע התאמות תוצאתיות בגין עסקאות מכירת/איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב בצד המונה ונוסיף את הנכסים, ככל שנגרעו מהדוחות הכספיים, בצד המכנה.

### פרופיל פיננסי

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) מינוף מאזני (2) יחס כיסוי (3) גמישות פיננסית ונזילות (4) מדיניות פיננסית.

### מינוף מאזני

צי כלי הרכב הינו הנכס העיקרי במאזניהן של חברות ליסינג, כאשר קיים מתאם חיובי חזק בין גודל צי הרכבים לבין היקף החוב. רמת המינוף היא במידה רבה נגזרת של מדיניות החברה לגבי היקף הצי, קצב הצמיחה ורמת החלוקה לבעלי המניות, והינה בעלת השפעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. מידרוג מודדת את רמת המינוף של חברות הליסינג וההשכרה באמצעות יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן, המשקף את יכולת הכרית הונית לספוג אירועי קיצון ברמה משתנה בעיקר ביחס למחירי הרכבים. יחס ההון למאזן מהווה אינדיקטור פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף ומאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יחס זה מהווה יחס מוביל בחלק גדול מהסכמי המימון של החברות בענף. יחס ההון למאזן לוכד

<sup>2</sup> הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניתוח תאגידיים", באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

במידה טובה יחסית את הרחבת הצי או צמצומו, המצויה בקורלציה גבוהה עם רמת המינוף. יש לציין כי היחס עשוי להיות מושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים ממחירי שוק, הון חוזר ורמת הנזילות. כמו כן, בהערכת המינוף המאזני, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק מאחר ולהערכתנו, עסקאות אלה הינן כלי מימוני המהווה אלטרנטיבה למימון סטנדרטי אשר מתבצע על מאזן החברה. על כן, לצורך הגברת השוואתיות אנו נגלם בפרמטר זה את הרווחיות הגלומה בעסקאות אלה אשר תורמת להגדלת ההון העצמי ביחס לסך הנכסים המדווחים בדוחות הכספיים. בהערכת מדד יחס ההון למאזן, אנו עשויים לבצע התאמות תוצאתיות בגין עסקאות מכירת/איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב בצד המונה ונוסיף את הנכסים, ככל שנגרעו מהדוחות הכספיים, בצד המכנה.

### יחס הכיסוי

מידרוג מודדת את יחס הכיסוי באמצעות הרווח תפעולי ביחס להוצאות מימון נטו. הרווח התפעולי מייצג את התרומה מפעילות הליבה לאחר הוצאות תפעוליות, לרבות פחת והפחתות שהינה עלות כלכלית משמעותית בצי הרכב. הוצאות המימון הינן תשומה מהותית במודל העסקי של חברות הליסינג וההשכרה ומהוות חלק משמעותי ממודל התמחור של עסקאות הליסינג וההשכרה. הוצאות המימון משקפות את עלות שירות החוב הפיננסי, והיחס בין הרווח התפעולי להוצאות המימון משקף את מידת היכולת של חברת הליסינג וההשכרה לכסות את עלות החוב מתוך פעילותה השוטפת, או לממן מחדש חוב זה. בצד המונה נכלל הרווח התפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות. בצד המכנה נכללות הוצאות המימון נטו בדוח רווח והפסד. בהערכת מדד הרווח התפעולי להוצאות המימון נטו, אנו עשויים לבצע התאמות תוצאתיות בגין עסקאות מכירת/איגוח תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב בצד המונה ובצד המכנה עשויה להוסיף הוצאות רעיוניות המייצגות מימון המשקף את מבנה המימון של החברה טרום עסקאות אלו.

### גמישות פיננסית ונזילות

מבנה המימון של חברות הליסינג וההשכרה נשען במידה רבה על שעבוד של כלי הרכב בצי ושל התקבולים הנובעים מעסקאות הליסינג וההשכרה לטובת המממנים, בהיותם של כלי הרכב נכס סחיר יחסית ובהתבסס על היציבות של חוזי הליסינג. מנגנון השעבוד של כלי הרכב תומך במודל העסקי של חברות הליסינג וההשכרה, ומפצה במידה מסוימת על רמת המינוף הגבוהה המאפיינת את פעילותן, תוך הוזלת הוצאות המימון באופן יחסי. נציין כי בשלב זה כלל חברות הליסינג מתממנות דרך גיוס חוב מובטח בכלי רכב. מידרוג בוחנת מספר פרמטרים נוספים ביחס לגמישות הפיננסית של החברה, ובהם:

- » *חוב מובטח בשעבוד ביחס לשווי צי* - המונה הינו החוב הפיננסי המובטח (שכנגדו נכסים ספציפיים משועבדים), והמכנה הינו שווי כלי הרכב של חברת ליסינג והשכרה (משועבדים ואינם משועבדים) ושווי נכסים נוספים משועבדים לחוב שאינם כלי רכב, ככל שישנם. שווי כלי הרכב מבוסס על בסיס מחירוני רכב מקובלים בענף עם התאמות לשוק המשני. יחס זה מהווה אינדיקטור חשוב לגמישות הפיננסית של חברות הליסינג וההשכרה, כאשר חברות בעלות שיעור חוב מובטח נמוך יותר יהיו בעלות גמישות פיננסית גבוהה יותר ויקבלו לרוב ציון טוב יותר בפרמטר זה. מידרוג תסתמך על נתוני שווי צי כלי הרכב המשועבדים והפנויים משעבוד שיתקבלו מהמנפיקים או על בסיס הדוחות הכספיים.
- » *תזרים פנימי לפני רכישת כלי רכב ביחס לחלויות חוב שוטפות* - תזרים פנימי לפני רכישת כלי רכב מחושב כתזרים מפעולות (FFO) אחרי מכירת כלי הרכב ולפני רכישת כלי רכב חדשים. התזרים הפנימי הינו מדד ליכולת יצור המזומנים של החברה מהצי הקיים, ומכאן משליך על יכולת החברה לשמר את הצי באמצעות מחזור חוב לאחר תשלום החוב השוטף.
- » *שווי צי פנוי משעבוד ביחס לחלויות חוב שוטפות* - היחס יימדד כממוצע של שווי הצי הפנוי משעבוד (שעבדים לטובת המממנים כשטיב השעבוד בהתאם לתנאי המימון מול המממנים השונים), למול החלויות השוטפות של הלוואות לז"א ואשראי לזמן קצר. שווי הצי הפנוי משעבוד מחושב על בסיס מחירוני רכב המקובלים בענף עם התאמות ל-LTV הספציפיים לחברה. מידרוג תסתמך על נתוני שווי צי כלי הרכב המשועבדים והפנויים משעבוד שיתקבלו מהמנפיקים או על בסיס הדוחות הכספיים. לחברות הליסינג וההשכרה קיים בדרך כלל היקף מסוים של צי שאינו משועבד, המהווה רזרבה פיננסית ליכולתן החברה לגייס

חוב נוסף. היקף הצי הפנוי משעבוד מצוי בהלימה עם רמת המינוף של חברות הליסינג וההשכרה וכן עם תמהיל החוב בין הלוואות בנקאיות לאג"ח, כאשר לכל אפיק מימון שיעור שעבודים שונה המאפיין אותו. נציין כי מרבית חברות הליסינג וההשכרה נוהגות לשמור לפחות היקף מסוים של צי לא משועבד, בדרך כלל מלאי כלי רכב מיועדים למכירה, לצורך פעילות שוטפת תקינה. ככול שהיקף הצי הפנוי משעבוד גבוה יותר יכולתה של החברה למחזר את החוב הפיננסי משתפרת. חברות ליסינג עשויות מעת לעת לממן חלק מפעילותן בחוב לזמן קצר שאינו מגובה בשעבודים (כגון נע"מ או און קוליס). אמנם נטילת חוב לזמן קצר עשויה לשפר את היחס צי פנוי משעבוד לחלויות שוטפות, אם כי אינה מקטינה את הסיכון הפיננסי של החברה.

» *גיוון ונגישות למקורות מימון* - מידרוג בוחנת את יכולת החברה למחזר חוב גם על בסיס גיוון מקורות המימון בין ערוצים שונים (חוב סחיר/חוב מוסדי או מימון בנקאי, מכירת תיקים/איגוחים). ככל שלחברה קיים חוב סחיר, מידרוג בוחנת בין השאר את תשואות אגרות החוב כפרמטר שעשוי לשקף את עלות מיחזור החוב של התחייבויותיה בשוק הסחיר.

החברות בענף מאופיינות בצורכי מימון מהותיים לאורך זמן מהמערכת הפיננסית. כחלק מבחינת הגמישות הפיננסית מידרוג בוחנת גם את מועד פירעון הלוואות והאמורטיזציה של הלוואות ביחס לתזרים הפיננסי לפני רכישת כלי הרכב. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש העולה מעומס פירעונות בשנים מסוימות והאם קיימים גורמים ממתנים לסיכונים אלו. לפירוט נוסף, ראו בפרמטר "גמישות פיננסית" בשיקולים הנוספים.

### 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. 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 ליסינג והשכרה ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **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.
- **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. 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** - אנו עשויים לבחון שיקולים נוספים הנוגעים לגמישות הפיננסית של המנפיק הכוללים, בין היתר, שמירה על מרחק הולם מאמות המידה הפיננסיות של המנפיק ולהערכתנו לא קיבלו ביטוי במסגרת סעיף נזילות וגמישות פיננסית. 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. חלק 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.
- **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 פרמטר סביבת הפעילות. 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 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.

### דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי

לאחר בחינת תוצאות מטריצת הדירוג והשיקולים הנוספים וכן מתודולוגיות רוחביות 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>3</sup>. גיוס של חוב לזמן ארוך לא מובטח יבחן תחת שיקולים מבניים כחוב נחות. 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 ליסינג והשכרת כלי רכב 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.

<sup>3</sup> הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

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

תאריך הדוח: 04.04.2023

## 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 ליסינג והשכרה לזמן קצר של כלי רכב

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aa.il ומעלה	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
סביבת הפעילות	סביבת הפעילות		10%	<p>השירות / המוצר בענף מספק צורך חיוני למדי של לקוחות פרטיים או עסקיים, בפיזור רחב מאוד, ומצוי בשימוש יומיומי של לקוחות אלה, במידה התורמת ליציבות הביקושים ולנראות גבוהה מאוד של ההכנסות. הביקוש למוצר חשוף במידה נמוכה למחזוריות הכלכלית; מגמת הביקוש לשירות/למוצר הינה חיובית / יציבה בטווח הנראה לעין; קיימת חשיפה בינונית לירידת ערך שווי כלי רכב בשוק המשני; חסמי כניסה מהווים הגנה על נתחי שוק מול שחקנים חדשים בענף; השירות/המוצר מאופיין בערך מוסף גבוה הנובע מנכסים ייחודיים כגון טכנולוגיה, זיכיון ייחודי, הון אנושי, מותג או מוניטין המהווים גורמים מבדלים בהתווית הביקוש.</p>	<p>השירות / המוצר בענף פונה לשוק רחב של לקוחות פרטיים או לקוחות עסקיים בפיזור גבוה, ומספק צרכים בסיסיים למדי, במידה התורמת ליציבות הביקושים לאורך זמן. הביקוש עשוי להיות חשוף לדחייה מצד הלקוחות בשל מאפייניו ועל כן חשוף במידה בינונית/גבוהה למחזוריות הכלכלית. נראות הכנסות גבוהה כפי שמשקפת בחוזי התקשרות ארוכי טווח; מגמת הביקוש לשירות/למוצר הינה יציבה לפחות בטווח הבינוני; הביקוש לשירות/למוצר עשוי להיות נתון לאיום מצד תחליפים, טעמי צרכנים / או תמורות טכנולוגיות; קיימת חשיפה בינונית לירידת ערך שווי כלי רכב בשוק המשני; חסמי כניסה נמוכים עלולות נמוכות מעודדים כניסתם של שחקנים חדשים לענף; מידת הבידול של השירות/המוצר הינה גבוהה/בינונית; רגישות מחיר מצד הלקוחות מחלישה את כוחן התחרותי של השחקניות בענף ואת גמישות המחיר.</p>	<p>השירות / המוצר בענף פונה בעיקר ללקוחות עסקיים גדולים, ומצוי בהלימה גבוהה/גבוהה מאוד עם המחזוריות הכלכלית במידה הפוגמת בנראות הביקוש; נראות הכנסות בינונית כפי שמשקפת בחוזים לטווח קצר-בינוני; הביקוש לשירות/למוצר נתון לאיום משמעותי מצד תחליפים, טעמי צרכנים / או תמורות טכנולוגיות במידה הפוגמת ביציבות הביקושים בטווח הנראה לעין; חשיפה גבוהה לירידת ערך שווי כלי הרכב בשוק המשני; חסמי כניסה נמוכים או עלויות נמוכות מעודדים כניסתם של שחקנים חדשים לענף; מידת הבידול של השירות/המוצר הינה בינונית/נמוכה; השחקנים בענף נתונים ללחצי מחירים מתמשכים מצד לקוחות.</p>	<p>השירות / המוצר בענף פונה בעיקר ללקוחות עסקיים ומצוי בהלימה גבוהה עם מחזורי ההשקעה של הלקוחות, במידה הפוגמת בנראות ההכנסות. הביקוש למוצר חשוף במידה גבוהה/גבוהה מאוד למחזוריות הכלכלית; הביקוש לשירות/למוצר נתון לאיום משמעותי מצד תחליפים, טעמי צרכנים / או תמורות טכנולוגיות במידה הפוגמת ביציבות הביקושים; חשיפה גבוהה מאוד לירידת ערך שווי כלי הרכב בשוק המשני מידת הבידול של השירות/המוצר הינה נמוכה/נמוכה מאוד; הענף נתון ללחצי מחיר גבוהים וידע משברים בעבר.</p>



קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
פרופיל עסקי	היקף פעילות	היקף הכנסות (מיליוני ₪)	10%	הכנסות של מעל 8,000 מיליוני ₪ לשנה	הכנסות של 2,500-8,000 מיליוני ₪ לשנה	הכנסות של 800-2,500 מיליוני ₪ לשנה	הכנסות של 200-800 מיליוני ₪ לשנה	הכנסות נמוכות מ-200 מיליוני ₪ לשנה
	מיצוב עסקי		15%	נתח שוק דומיננטי אשר מייצג מעמד של מונופול או אוליגופול; אחת מהחברות בעלות נתח השוק המשמעותי בענף הפעילות; החברה מחזיקה במעל 20% מצי הליסינג הכולל בישראל; מירב הרווחיות מגיעה ממגזר הליסינג, ובכך משקף תנודיות רווח נמוכה; לחברה לפחות 4 סגמנטי עסקים; איכות ניהול הצי בולטת לטובה, חוזי שכירות לתקופת זמן ארוכה מעבר לנהוג בענף ונתמכת בשיעורי ניצולת גבוהים ביותר לאורך זמן; צי החברה מגוון במידה רבה מאוד, כאשר שיעור החשיפה ליצרן בודד לא עולה על כ-15% מסך כלי רכב בצי. החברה חשופה בצורה נמוכה מאוד לרכבים בעלי שוק משני מצומצם; לחברה בסיס לקוחות רחב.	נתח שוק מוקומו גבוה או שחקן נישה בשוק או בסגמט הפעילות; החברה מחזיקה במעל 10% מצי הליסינג הכולל בישראל; מעל 20% מהרווחיות אינה מגיעה ממגזר הליסינג, ובכך משקף תנודיות רווח בינונית; לפחות 2 סגמנטי עסקים; חוזי שכירות תואמים את הנהוג בענף, יכולת ניהול הצי של החברה טובה, ונתמכת בשיעורי ניצולת גבוהים עם תנודיות נמוכה לאורך זמן; צי הרכב מגוון, קיימת חשיפה מסוימת ליצרן בודד בשיעור שנע בין 15%-30% מסך כלי רכב בצי. החברה חשופה בצורה נמוכה לרכבים בעלי שוק משני מצומצם; לחברה בסיס לקוחות רחב.	שחקן קטן בהשוואה למתחרי מפתח בשוק; החברה מחזיקה במעל 5% מצי הליסינג הכולל בישראל; מעל 30% מהרווחיות אינה מגיעה ממגזר הליסינג, ובכך משקף תנודיות רווח גבוהה; סגמנט עסקים אחד; חוזי שכירות לתקופת קצרה עד שנה, יכולת ניהול הצי של החברה חלשה ובה לידי ביטוי בשיעורי ניצולת נמוכים ותנודתיים; החברה חשופה במידה רבה לסיכון הגרט וזאת לאור שיעור חשיפה גבוה מאוד ליצרן בודד העולה על כ-45%. החברה חשופה מאוד לרכבים בעלי שוק משני מצומצם; לחברה בסיס לקוחות מפוזר במידה מועטה.	שחקן קטן בהשוואה למתחרי מפתח בשוק; החברה מחזיקה במעל 5% מצי הליסינג הכולל בישראל; מעל 30% מהרווחיות אינה מגיעה ממגזר הליסינג, ובכך משקף תנודיות רווח גבוהה; סגמנט עסקים אחד; מחמ העסקאות נמוך משלוש שנים, כוללת ניהול הצי של החברה בינונית, ונתמכת בשיעורי ניצולת בינונית ותנודתיים לאורך זמן; צי הרכב מגוון במידה מעטה, קיימת חשיפה גבוהה ליצרן בודד בשיעור שנע בין 30%-45%. החברה חשופה בצורה בינונית לרכבים בעלי שוק משני מצומצם; לחברה בסיס לקוחות מפוזר במידה בינונית.	שחקן קטן מאוד בהשוואה למתחרי מפתח בשוק; מעל 40% מהרווחיות אינה מגיעה ממגזר הליסינג, ובכך משקף תנודיות רווח גבוהה מאוד; סגמנט עסקים אחד; חוזי שכירות לתקופת קצרה עד שנה, יכולת ניהול הצי של החברה חלשה ובה לידי ביטוי בשיעורי ניצולת נמוכים ותנודתיים; החברה חשופה במידה רבה לסיכון הגרט וזאת לאור שיעור חשיפה גבוה מאוד ליצרן בודד העולה על כ-45%. החברה חשופה מאוד לרכבים בעלי שוק משני מצומצם; לחברה בסיס לקוחות מפוזר במידה מועטה.
פרופיל פיננסי	רווחיות	שיעור רווח נקי	5%	$\geq 7\%$	4%-7%	2%-4%	1%-2%	$\leq 1\%$
	תשואה על הנכסים	רווח נקי / ממוצע נכסים	5%	$\geq 5\%$	2.5%-5%	1%-2.5%	0.5%-1%	$\leq 0.5\%$
פרופיל פיננסי	מינוף מאזני	הון/מאזן	15%	$\geq 30\%$	22%-30%	16%-22%	12%-16%	$\leq 12\%$
	יחס כיסוי	רווח תפעולי/הוצאות מימון נטו	10%	$\geq 6$	4-6	2-4	1-2	$\leq 1$

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
	<b>נזילות</b>	תזרים פנימי לפני רכישת כלי רכב/חלויות שוטפות	5%	$\geq 3.1$	2.1-3.1	1.2-2.1	0.8-1.2	$\leq 0.8$
	<b>גמישות פיננסית</b>	שווי צי פנוי משיעבוד ביחס לחלויות שוטפות	3.75%	$\geq 200\%$	80%-200%	30%-80%	10%-30%	$\leq 10\%$
		חוב מובטח בשעבוד לשווי צי	3.75%	$\leq 40\%$	40%-70%	70%-90%	90%-110%	$\geq 110\%$
		גיוון ונגישות למקורות מימון	7.5%	נגישות טובה מאוד לשוק ההון אף בעיתות משבר ומגוון מקורות מימון אשר כוללים את המערכת הבנקאית, שוק ההון איגוחים ומסגרות אשראי	נגישות החברה לשוק ההון טובה אף בעיתות משבר, נגישות לשוק ההון ומספר בנקים מממנים, חברה ציבורית	לחברה עלולה להיות תלות במקור מימון עיקרי; נגישות החברה לשוק ההון טובה. מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון או איגוחים או מסגרות אשראי נוספות	לחברה עלולה להיות תלות במקור מימון עיקרי ונגישות החברה לשוק ההון מוגבלת מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון או איגוחים או מסגרות אשראי נוספות	החברה הנה פרטית בנוסף אין לחברה נגישות לשוק ההון, מימון באמצעות המערכת הבנקאית בלבד
	<b>מדיניות פיננסית</b>		10%	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיותר 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; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד; קיימת מדיניות לשמירה על פרופיל אשראי חזק מאוד לאורך זמן.	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיותר 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.	המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה/במידה בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות; מדיניות החלוקה יכול ובה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה; התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה / בינונית; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית.	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה 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 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 (0.5-20.5) 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 ויהיה 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>