

דירוג חברות נדל"ן מניב

דוח מתודולוגי | נובמבר 2023

אנשי קשר:

תמיר שרמן
אנליסט בכיר
tamir.s@midroog.co.il

רועי רביד
אנליסט בכיר
roy.r@midroog.co.il

שירן פימא, רו"ח
ראשת צוות נדל"ן
shiranfh@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הנדל"ן המניב. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף הנדל"ן המניב. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות בענף הנדל"ן המניב (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של חברות הפועלות בענף הנדל"ן המניב ולסכם את הפרמטרים העיקריים, שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים בענף הנדל"ן המניב. הערכת הפרמטרים במטריצת הדירוג יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, 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 נדל"ן אשר פעילותן העיקרית הינה בעלות, החזקה ותפעול ארכי טווח של נכסי נדל"ן המניבים הכנסות מדמי שכירות ו/או תשואה עודפת הנובעת מהשבחתם, לרבות קרנות ריט. תחת מתודולוגיה זו, נבחנות חברות נדל"ן מניב במספר תחומים, אשר העיקריים בהם הינם משרדים, מסחר, מגורים להשכרה, לוגיסטיקה ותעשייה, מלונאות ודירוג מוגן בישראל. יודגש כי חברות אשר בבעלותן נכסי מלונאות המושכרים לחברת תפעול יכללו בתחולת מתודולוגיה זו ואילו חברות מלונאות אשר ליבת פעילותן הינה תפעול וניהול מלונות יכללו בתחולת מתודולוגיית דירוג תאגידיים לא פיננסיים. כמו כן חברות העוסקות בעיקר בייזום למגורים וחברות קבלניות מדורגות תחת מתודולוגיות נפרדות.

המתודולוגיה תחול על דירוגי חברות נדל"ן מניב הנכללים במתודולוגיה זו כמתואר לעיל, וזאת החל מיום 20.11.2023 ותחליף את המתודולוגיה לדירוג חברות נדל"ן מניב מחודש מאי 2020. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מיום 19.10.2023 ובתוצאות הערות הציבור מיום 20.11.2023, הינכם מופנים לאתר מידרוג.

תיאור ענף הפעילות

ענף הנדל"ן המניב מאופיין לרוב בעתירות הון גבוהה, פיזור שחקנים וגיוון עסקי רב. מאפיינים אלו באים לידי ביטוי בסוגי הנדל"ן המניב, בפיזור הגיאוגרפי של הנכסים, מגוון אפשרויות המימון ועוד. מבנה המימון של חברות נדל"ן מניב מאופיין לרוב בשכבת חוב בכיר המובטח בשעבוד ראשון בדרגה בנכסי הנדל"ן המניב, כולם או חלקם, ובשכבת אג"ח או חוב בלתי מובטח אחר, המשמשת לצורך הון עצמי לרכישת נכסים אחרים או להקמתם. במקרים מסוימים, נכסי הנדל"ן המניב מאוגדים תחת חברות נכס או שותפויות, אשר מוחזקות במלואן או בחלקן על ידי המנפיק, שהינו הישות העסקית המנהלת את הנכסים ומפעילה אותם.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 7 פרמטרים, כאשר חלק מהפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר		
סביבת הפעילות	20%	תחום פעילות וסביבה כלכלית	20%	---	20%		
				היקף הפעילות	5%	סך מאזן	5%
פרופיל עסקי	20%	איכות הנכסים ויציבות הפעילות	15%	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	15%		
				רמת מינוף	20%	חוב פיננסי / CAP	20%
				תזרים יחסי כיסוי	16%	היקף FFO	4%
פרופיל פיננסי	60%	גמישות פיננסית	14%	חוב פיננסי / שווי נכסים לא משועבדים / סך מאזן	7%		
				חוב פיננסי מובטח בנדל"ן להשקעה / נדל"ן להשקעה	7%		
				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

בחינת סביבת הפעילות הינה קטגוריה חשובה להערכת יציבות ועמידות הביקוש לנכסים, גם לאורך מחזורים כלכליים שונים.

בהערכת קטגוריה זו אנו בוחנים לרוב את חוזק ויציבות הכלכלה בה פועל המנפיק ובהתאם לתחום הנדל"ן של המנפיק באותה מדינה. להערכת מידרוג, תנאים מאקרו-כלכליים עלולים להשפיע באופן מהותי על ביצועי חברות נדל"ן מניב. למשל, מחזוריות כלכלית וצמיחת התמ"ג בכלכלה בה פועל המנפיק, משפיעים על היקף העסקאות, רמות הביקוש והמחירים בענף. מידרוג מבצעת הבחנה בין מספר סוגים עיקריים של תחומי פעילות, בהתאם לסוג השימוש בנכס. תחומי הפעילות העיקריים בענף הנדל"ן המניב הינם משרדים, מסחר, מגורים להשכרה, לוגיסטיקה ותעשייה, נכסים המושכרים לענף המלונאות ודיר מוגן. עם זאת, ייתכנו תחומי פעילות נוספים.

בנוסף, בהערכת קטגוריה זו, אנו בוחנים לרוב תחרות וחסימי כניסה בסביבת הפעילות של המנפיק, המתבטאים, בין היתר, בהיצע ועלויות של נכסים/קרקעות המשפיעים על הקמה של נכסים חדשים. סביבת פעילות המתאפיינת בהיצע מוגבל ו/או במחירים גבוהים של נכסים/קרקעות מקבלת לרוב ניקוד גבוה יותר במטריצת הדירוג. במסגרת קטגוריה זו, אנו עשויים לבחון, בין היתר, את מגמות הביקוש וההיצע ההיסטוריות וכן תחזיות לטווח הזמן הקצר והבינוני. הבחינה עשויה להתייחס למשתנים כגון: מגמות דמוגרפיות ומבניות, היקף התחלות בנייה, שיעורי תפוסה, היקף עסקאות ונזילות השוק ושיעורי תשואה (CAP rates). כמו כן, נבחנת הרגולציה

החלה על סביבת הפעילות של המנפיק ותחומי פעילותו, כאשר רגולציה שקופה ויציבה התומכת בחברות הפועלות בסביבת הפעילות עשויה להשפיע לחיוב על הדירוג.

במסגרת איפיון הסיכון הענפי מידרוג בוחנת את עתירות התפעול בסוגי הנכסים השונים ואת הסיכונים הכרוכים בכך, כדוגמת חריגה בעלויות, השקעות הוניות וסיכון למוניטין של איכות השירות. מידת תשומות התפעול משתנה בין סוגי נכסים, כאשר מן הצד האחד סוגי נכסים בעלי תשומות תפעול ושירות נמוכות יחסית כגון משרדים, ומן הצד השני סוגי נכסים כגון דיור להשכרה ודיור מוגן שהם בעלי תשומות תפעוליות כבדות יחסית.

מנפיקים עשויים לפעול במספר סביבות פעילות המאופיינות בסיכון שונה. לצורך איפיון הסיכון הענפי מידרוג תבחן את סביבות הפעילות השונות המשמעותיות ואת אופן השפעתן על איכות האשראי של המנפיק זאת לרוב לפי התפלגות השווי הנכסי הנקי (שווי נדל"ן להשקעה בניכוי חוב פיננסי ספציפי המובטח בנכס) של נכסי המנפיק על פני סביבות הפעילות העיקריות בהן פועל המנפיק. אולם, יתכן כי הבחינה תיעשה גם לפי שווי הנכסים או תרומת הנכסים להכנסה התפעולית של המנפיק או שילוב של אלו, באופן שיישקף בצורה המתאימה ביותר את הפיזור בין מגזרי הפעילות השונים.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי של המנפיק תומך ביכולתו לייצר תזרים בר-קיימא וערך כלכלי בתחומים בהם הוא פועל, וגם לשמור על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. מנפיקים בעלי פרופיל עסקי איכותי צפויים להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק בעייתיים ועשויים לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים כי מנפיקים אלה יעמדו בהתחייבויות שלהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, מה שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש ותזרים נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר חץ פיננסי שיופעל עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק.

היקף הפעילות

היקף פעילות גבוה עשוי לעיתים להעיד, בין היתר, על יכולת עמידה טובה יותר של המנפיק בפני תנודות בסביבת הפעילות, ביניהם שינויים בביקוש לנכסים, וכן לספוג שינויים בעלויות בצורה טובה יותר. כמו כן, היקף פעילות גבוה עשוי להעיד על תלות קטנה יותר בנכסים מסוימים, מיצוב ומוניטין בתחום הפעילות ביחס לחברות אחרות. מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר זה על ידי סך המאזן של המנפיק.

לגבי מנפיק המיישם את כללי החשבונאות הבינלאומיים IFRS ומציג נדל"ן להשקעה לפי שווי ההוגן בדוחותיו, סך המאזן הינו בהתאם לדוח הכספי. עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, מידרוג תמדוד את יתרת הנדל"ן להשקעה לפי עלותו בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינו ותבצע התאמה לסך המאזן בהתאם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי עדכניות לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

איכות הנכסים ויציבות הפעילות

במסגרת פרמטר זה נבחנים בדרך כלל מיקום הנכסים, שיעורי התפוסה לאורך זמן ורמות הגימור של הנכסים, כאשר לרוב ככל שרמת הגימור גבוהה יותר, כך יושפע פרמטר זה לחיוב. בבחינת מיקום הנכסים, ייתכן וניתן משקל למידת ההלימה בין מאפייני הנכסים לבין מיקומם. כך למשל, נכסי משרדים ודיור להשכרה הממוקמים באזורים בעלי צפיפות אוכלוסייה גבוהה יחסית עשויים להיות יציבים יותר לאורך זמן; נכסי לוגיסטיקה הממוקמים בקרבה לנתיבי תובלה ראשיים עשויים ליהנות מעדיפות וכן הלאה. בנוסף, בחינת פרמטרים כגון צמיחת הכנסה מנכסים זהים לאורך זמן תסייע בקביעת יציבות הפעילות.

כמו כן, במסגרת בחינת הפרמטר, ייבחנו לרוב מבנה חוזי השכירות ואורכם (למשל, עלייה מובנית של שכ"ד או אפשרויות יציאה של השוכר). איכות השוכרים הינו פרמטר שיילקח בחשבון בעיקר במקרים בהם קיימים שוכרים אשר מהווים מקור משמעותי בהכנסות המנפיק, או כאשר קיים פיזור שוכרים נמוך. במסגרת בחינת איכות השוכרים נתחשב לעיתים בתחום פעילותם, ויתכן שגם במיצובם הפיננסי, ככל שהדבר נמצא רלוונטי וניתן להערכה.

בנוסף לאמור, ייתכן ונבחן את היסטוריית פעילות הנכסים בידי המנפיק, כך שהיסטוריית פעילות קצרה, עלולה להשפיע על תחזיותינו לשלילה לגבי יציבות הפעילות. יחד עם זאת, יתכן כי הסיכון המתלווה לנכסים בעלי היסטוריית פעילות קצרה בידי המנפיק ימותן בחלקו באמצעות ניתוח ובחינת היסטוריית פעילות הנכסים תחת בעלות קודמת, בין היתר, תוך בחינת שיעורי התפוסה וצמיחת הכנסות מנכסים זהים לאורך זמן.

פיזור פעילות רחב יותר מבטא בדרך כלל רמת סיכון נמוכה יותר, לאור הקטנת התלות בנכסים, שוכרים או אזורי פעילות מסוימים. גיוון פעילות המנפיק מהווה פרמטר בבחינת תלות המנפיק במספר מצומצם של גורמים. במסגרת פרמטר זה, נבחנים בדרך כלל פיזור הנכסים והשוכרים וכן פיזור הטריטוריות הגיאוגרפיות וגיוון סוגי הפעילות והשוכרים.

ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני איכות הנכסים ויציבות הפעילות של מנפיק מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי, באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר. לדוגמא, מנפיק אשר מאופיין בפיזור שוכרים נמוך, אשר משפיע לשלילה על הפרמטר, אך מנגד מדובר בשוכרים איכותיים עם מח"מ חוזים ארוך. במקרה כזה ייתכן ויינתן משקל גבוה לאיכות השוכרים ולמח"מ החוזים לשם קביעת הניקוד לפרמטר זה במטריצת הדירוג.

פרופיל פיננסי

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים"¹.

בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רמת מינוף; (2) תזרים ויחסי כיסוי; (3) גמישות פיננסית; (4) מדיניות פיננסית, כדלקמן:

רמת מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעור המינוף של המנפיק. שיעור המינוף משפיעים, בין היתר, על יכולתו לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את פעילותו בעת שינויים כלכליים ועסקיים. ככלל, ככל שרמת המינוף של מנפיק גבוהה יותר, כך נפגעת הגמישות הפיננסית של המנפיק, גדל הסיכון להיחלשות מקורות המזומנים שלו וליכולתו להתמודד עם תנודות בסביבת הפעילות ולנצל הזדמנויות עסקיות. בדרך כלל, רמת המינוף של מנפיק מושפעת בעיקרה ממדיניות פיננסית. בהתאם, בבחינת רמת המינוף של המנפיק לאורך זמן, נבחנת גם מדיניותו לגבי שיעורי המינוף שלו, וכן תיאבון הסיכון שלו כפי שיורחב בפרמטר מדיניות פיננסית.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחס חוב פיננסי / CAP. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו החוב הפיננסי והמכנה הינו ה-CAP. CAP הינו סך ההון העצמי של המנפיק בתוספת החוב הפיננסי והתחייבויות מסים נדחים לז"א. במקרים בהם למנפיק מדיניות סדורה לשמירה על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, רכיביו של יחס זה ייבחנו נטו מיתרות נזילות.

¹ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

בחברות דיור מוגן הפועלות בישראל, מידרוג כוללת את ההתחייבות בגין פיקדונות דיירים כחוב פיננסי, היות וקבלת הפיקדונות יוצרת התחייבות מובטחת שעל פי רוב מובטחת בשיעבוד של יחידות הדיור לטובת הדיירים וכן משמשת את החברה כמקור מימון לצורך פעילותה השוטפת. כמו כן, יצוין כי להתחייבות בגין הפיקדונות אין לוח סילוקין ידוע מראש בדומה למסגרות אשראי.

עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובוחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך חישובו של יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי עדכניות לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן. כתוצאה מהתאמה זו, ולשם החישוב כאמור, יתכן ויהיה שינוי בהון העצמי או בהיקף המיסים הנדחים, ובהתאם ב-CAP.

תזרים יחסי כסיו

פרמטר זה מעיד על יכולת המנפיק לייצר תזרים מזומנים מפעילותו לצורך שירות חובותיו השוטפים וצבירת נזילות. פרמטר זה אף יכול להעיד על מבנה ההון והתחייבויות המנפיק, כאשר מנפיקים ממונפים או מנפיקים אשר מבנה החוב שלהם מורכב מהלוואות בריביות גבוהות יחסית, יושפעו לרעה ברמת התזרים המופק ביחס לחוב. ככל שהמנפיק מייצר תזרים גבוה ביחס לחוב, כך גם מתחזקת יכולתו להתמודד עם שינויים כלכליים ועסקיים בסביבת פעילותו, ועם מגמות שליליות המשפיעות על יכולת מימון מחדש של נכסים ומחזור חוב.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את תתי הפרמטרים הבאים:

היקף FFO (Funds From Operation) - תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בניטרול שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות לזמן קצר (שינויים בהון חוזר). FFO או מקורות מפעולות אינו נתון בדוחות הכספיים והוא מחושב לצרכים אנליטיים. FFO נועד לאמוד את המקורות הנמשכים מהפעילות השוטפת בניטרול תזרימים חד-פעמיים ובנטרול תזרימים שמקורם בפערי עיתוי (כגון שינויים בנכסים ובהתחייבויות שוטפות או תשלומי מס בגין שנים קודמות). בשל כך, FFO קרוב יותר לרווח והפסד מאשר לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, ועשוי להתקיים פער משמעותי ביניהם. יצוין, כי לצורך כך מידרוג עשויה לבצע התאמות מסוימות ביחס לדוחות הכספיים, וזאת, בין היתר, לאור שיטות סיווג שונות בדוחות הכספיים בין המנפיקים השונים.

עבור חברות הפועלות בתחום הדיור המוגן, FFO יכול, בין היתר, גם תזרים נטו מפיקדונות דיירים, שכן תחלופת הדיירים והתזרים שנובע מפיקדונות הדיירים הוא חלק עיקרי בפעילות השוטפת והפרמנטית של החברה. ככל שהיקף ה-FFO גבוה יותר, כך, להערכת מידרוג, הוא חשוף במידה פחותה יותר לתנודות העלויות להשפיע לרעה על היחסים הפיננסיים. יצוין, כי במקרים בהם מקורות ה-FFO אינם מפוזרים במידה מספקת, ריכוזיות זו עשויה להתבטא תחת שיקולים נוספים לדירוג ו/או לקבל ניקוד נמוך יותר בפרמטר איכות הנכסים ויציבות הפעילות.

חוב פיננסי / FFO - המונה הינו סך החוב הפיננסי והמכנה הינו ה-FFO. יחס זה מבטא את מספר שנות החזר החוב ממקורות המנפיק מפעילות, כאשר יחס נמוך יותר מבטא יכולת כסיו מהירה יותר. במקרים בהם למנפיק מדיניות סדורה לשמירה על יתרות נזילות לאורך זמן, החוב הפיננסי ייבחן נטו מיתרות נזילות ל-FFO. כמו כן, עבור מנפיקים הפועלים בתחום הדיור המוגן בישראל אשר להם התחייבויות בגין פיקדונות דיירים, החוב הפיננסי לרוב יכול את ההתחייבויות בגין פיקדונות דיירים וייבחן נטו מיתרות נזילות.

גמישות פיננסית

פרמטר זה הינו משמעותי, היות וענף הנדל"ן המניב דורש השקעות הון נרחבות, תוך חשיפה לתנודות במידת הנגישות לשוקי ההון והחוב. הגמישות הפיננסית של המנפיק מהווה נדבך חשוב ביכולתו להתמודד עם שינויים בסביבה העסקית והפיננסית, לרבות מחזוריות כלכלית, שינויים בשווי הנכסים, תמורות מבניות ורגולטוריות, זמינות מקורות המימון ועוד.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחסים הבאים:

שווי נכסים לא משועבדים / סך מאזן - המונה הינו שווי נכסים לא משועבדים, אשר ככלל יימדד בהתאם לשווי נדל"ן להשקעה של נכסי המנפיק החופשיים מכל שעבוד. המכנה הינו סך המאזן של המנפיק. ככל שיחס זה גבוה יותר, כך הגמישות הפיננסית של המנפיק גבוהה יותר. בתקופות משבר קיומו של תיק נכסים לא משועבדים ובדגש על תיק נכסים מגוון ואיכותי, יכול לסייע למנפיק בהשגת מימון באמצעות גיוס של חוב מובטח, בפרט כאשר תנאי השוק מקשים על גיוס חוב לא מובטח, או לחלופין באמצעות מימוש נכסים. במקרים מסוימים, מידרוג עשויה לכלול במסגרת הנכסים הלא משועבדים גם נכסים של המנפיק שאינם מסווגים כנדל"ן להשקעה, ככל שמידרוג תעריך כי הנכסים הנוספים משפרים במידה משמעותית את הגמישות הפיננסית של המנפיק.

עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים בתוספת הפחת הנצבר בגינן, ואת סך המאזן בהתאם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי עדכניות לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

חוב פיננסי מובטח בנדל"ן להשקעה / נדל"ן להשקעה - המונה הינו החוב הפיננסי המובטח (שכנגדו משועבדים נכסי נדל"ן להשקעה), והמכנה הינו שווי כלל הנכסים המניבים של המנפיק (משועבדים ושאנים משועבדים). ככלל, היחס לא מביא בחשבון נכסים שאינם נדל"ן להשקעה ולא את החוב בגינם ככל שקיים, זאת על מנת להגביר את ההשוואתיות במדידת היחס על בסיס נכסים מניבים ובעיקר נדל"ן להשקעה, כאשר נכסים אלו מהווים את פעילות הליבה של המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו. אולם במקרים מסוימים יכלול ביחס זה גם נכסים מניבים נוספים שאינם נדל"ן להשקעה, והניתנים לשעבוד כנגד חוב התורמים לגמישות הפיננסית במידה דומה לנדל"ן להשקעה.

עבור מנפיקים המודדים נדל"ן להשקעה בעלות מופחתת, ביניהם מנפיקים המיישמים תקינה אמריקאית (US GAAP) או מנפיקים המיישמים IFRS ובחרים הצגה כאמור כמדיניות חשבונאית, לצורך יחס זה, מידרוג תמדוד את שווי הנכסים המניבים לפי עלותם בספרים, בתוספת הפחת הנצבר בגינם. ככלל, במקרים בהם קיימות הערכות שווי עדכניות לנכסים, מידרוג תמדוד את הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי ההוגן.

יחס זה מהווה אינדיקטור חשוב לגמישות הפיננסית של המנפיק, כאשר מנפיקים בעלי שיעור חוב מובטח נמוך יותר, יהיו לרוב בעלי גמישות פיננסית גבוהה יותר לתמוך בחוב הלא מובטח ולממן מחדש נכסים במטרה לייצר מקור נזילות. מנגד, מרכיב חוב מובטח גבוה מעיב על הגמישות הפיננסית של המנפיק מכיוון שחוב מובטח עלול לשאת מגבלות שיקשו על יצירת נזילות שוטפת מהנכס, בייחוד במחזור שלילי של הענף. עם זאת, יש להדגיש כי שינוי בהסכם ההלוואה לצורך הגדלת שיעור המינוף על הנכס (LTV) עלול להיות מורכב ולעתים אף בלתי אפשרי. כתוצאה מכך, ייתכן כי חלק משמעותי מהשווי הגלום בנכסים משועבדים אינו יכול לשמש כמקור נוסף לנזילות.

מדיניות פיננסית

פרמטר המדיניות הפיננסית נועד להעריך את מידת האיזון שבה נוקטת הנהלת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלה של בעלי החוב, ואת מידת השמרנות של הנהלת החברה בנוגע לאופן ניהול הנזילות, ביצוע רכישות ממונפות וניהול סיכונים באופן כללי. היות ותחום הנדל"ן המניב הינו עתיר מינוף, אנו מעריכים כי קיימת חשיבות רבה למדיניות הפיננסית של המנפיקים בתחום. בפרט, אנו בוחנים את מדיניות החברה לגבי שמירת יתרות נזילות ומסגרות אשראי, רמת מינוף, חלוקות דיבידנדים והשקעות. לגישת מידרוג, לאורך זמן, פרמטרים אלה הינם תוצר של מדיניות המנפיק ואופן התנהלותו (קרי, עניין של בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה.

פרמטר זה מוערך על ידינו באופן איכותני, בעיקר בהתבסס על ניתוח מאפייני הפעולה של החברה והנהלתה לאורך השנים (טרק רקורד), ולפי תתי-הפרמטרים העיקריים כדלהלן:

- **ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות רבה לניהול נזילות מושכל, כאשר לרוב אנו שמים דגש, בין היתר, על היערכות מוקדמת לקראת פירעונות חוב משמעותיים ביחס לתזרים השוטף של המנפיקים, וכן על שמירת כרית נזילות מספקת ביחס לפעילות המנפיק וצורכי החוב שלו לאורך זמן. בנוסף, אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, חשיפה לריבית וחשיפה והשקעות בניירות ערך.
- **מינוף** - כאמור, רמת מינוף משפיעה, בין היתר, על יכולת המנפיק לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את הפעילות בעת שינויים כלכליים ועסקיים. ככל שרמת המינוף של מנפיק גבוהה יותר, כך גדל הסיכוי להתרוקנות מאגרי מקורות המזומנים שלו, ונפגעת יכולת ההתמודדות שלו עם תנודות בסביבת הפעילות. על כן, מידרוג מקנה חשיבות לכוונת המנפיק לשמירה על רמות מינוף שיאפשרו למנפיק גמישות ויתמכו ביציבות העסקית.
- **חלוקת דיבידנד** - לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. ככל והמימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, שלא אגב הגדלת חוב, יתכן והמדיניות 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.
- **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 בעינו כגורם מבדל משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. שיקולים אלו כוללים את איכות הנהלה והניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי רק בנסיבות מיוחדות, כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג של חברות בענף הנדל"ן המניב ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **ייזום** - יתכן ואסטרטגיית צמיחה של המנפיק תשפיע על היקף התזרים שלו וכך גם על רמת סיכון האשראי. לאור זאת, אנו נבחן את מידת הסיכון הנובעת מאסטרטגיית הצמיחה של המנפיק. לרוב אנו בוחנים את ניסיון ההנהלה בייזום ופיתוח ואת תאבון הסיכון של המנפיק לאורך זמן. יתכן ונבחן את ניסיון ההנהלה בייזום ופיתוח בפרויקטים על פני מספר מחזורי פעילות, ניסיונה והבנתה את תחום הפעילות, וניסיונה בסוג הנכסים הספציפי אותו היא מפתחת. כמו כן אנו אומדים את שיעור הייזום על פי היקף הנכסים בייזום מסך היקף הנכסים על בסיס התחזית להשלמת הייזום. ככל שפעילות הייזום והפיתוח תעשה בצורה שמרנית ומתונה, יתמתן סיכון זה. נציין, כי לא כל סוגי הייזום בעלי סיכון זהה. כך, ייזום המותאם לשוכר ספציפי מראש, ממתן בדרך כלל את סיכון הייזום כיוון שהנכס מושכר מראש, לעומת נכס בייזום שאינו מושכר מראש, אשר חשוף בנוסף לסיכון ההקמה, גם לסיכון ביקוש. בנוסף, לחברות הפועלות בענף הייזום בהיקף מהותי, ייתכן ונדרוש פרמטרים פיננסיים שמרניים יותר עבור אותן רמות דירוג, וזאת מכיוון שהתזרים מפעילות זו הינו תנודתי ביחס לענף הנדל"ן המניב.
- **מודל הכנסות המנפיק** - במקרים מסוימים, יתכן ותמהיל הכנסות המנפיק המדורג יכולול הכנסות אשר מתאפיינות בתנודתיות גבוהה יותר מאשר הכנסות מדמי שכירות. למשל, יתכן והמנפיק זכאי לדמי הצלחה (Promotes) בעת מימוש נכסים, או לדמי

ניהול בגין רכישות נכסים או בעת מימון מחדש, או שמודל פעילותו כולל רווחים מייזום מגורים למכירה ו/או פעילות אחרת. להערכת מידרוג, ככל שהכנסות המנפיק מבוססות על הכנסות בעלות אופי תנודתי יותר מאשר הכנסות מדמי שכירות, יש בכך כדי לפגוע ביציבות התזרימית של המנפיק, ובהתאם באיכות האשראי שלו. כך, גם במקרים בהם מודל הכנסות המנפיק שאינו נובע מפעילות הליבה של נדל"ן מניב משפיע על היחסים הפיננסיים של המנפיק, ייתכן ונדרוש פרמטרים פיננסיים שונים עבור אותן רמות דירוג

- **שיעורי החזקה ושליטה בנכסים** - מידרוג בוחנת את אופן החזקה ושיעורי החזקה בנכסים המניבים, ובפרט את רמת ההשפעה של המנפיק על קבלת ההחלטות המהותיות בנוגע לנכסים. להערכת מידרוג, חוסר יכולת קבלת החלטות מהותיות בנוגע לנכסים, לרבות רכישות, מימושים ומימון, מעיד על גמישות עסקית ופיננסית מוגבלת, ופוגעת בכושר החזר האשראי של המנפיק.
- **רווחיות** - שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לחברות אחרות בענף הפעילות, כגון שיעור ROA או שיעור EBITDA, לאורך זמן, עשויים להעיד על יכולות המנפיק ואיכות הניהול. כמו כן, עליית NOI מנכסים דומים לאורך שנים עשויה להעיד על יכולות המנפיק להשביח נכסים קיימים ולמצות פוטנציאל רווח מהם. להערכת מידרוג, רווחיות גבוהה במיוחד מביאה להגברת כושר החזר האשראי של מנפיק. מנגד, רווחיות נמוכה, לעתים עד כדי הפסד, או חוסר יכולת להגדיל NOI מנכסים דומים, ואף קיטון בו, עשויים להעיד על כושר החזר אשראי ירוד יותר של מנפיק.
- **גמישות פיננסית** - אנו בוחנים שיקולים נוספים הנוגעים לגמישות הפיננסית של המנפיק אשר להערכתנו יש להביאם בחשבון בדירוג. בתוך כך מידרוג תבחן את עמידתו של המנפיק באמות המידה הפיננסיות או קירבה משמעותית להפרת אמות מידה פיננסיות, אשר עלולה להעלות את סיכון האשראי של המנפיק ולהשפיע לשלילה על דירוג המנפיק במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. ייתכנו מקרים בהם למנפיק קיימת גמישות למקורות מימון שונים ומגוונים הבולטת לטובה ביחס למנפיקים אחרים, דרך נטילת מימון בקאי ו/או מוסדי, הנפקת מניות סחירות בשוק, אג"ח ועוד, העשויים לתרום לחיוב לפרופיל הסיכון של המנפיק. מנגד, קיימים מקרים בהם למנפיק יש קושי ליטול מימון או לבצע מימון מחדש או להנפיק אג"ח, באופן אשר עלול להעלות את סיכון האשראי. בין היתר, מידרוג תבחן את מאפייני החוב והתנאים הספציפיים בדגש על קיומן של מגבלות החלות על המנפיק בקשר עם נטילת הלוואות נוספות ו/או הגדלת חוב קיים ו/או קבלת תזרים מהנכסים.
- **נזילות** - פרמטר זה הינו קריטי לדירוגי אשראי, אולם הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת ההשוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים. בחינת הנזילות של החברה תיבחן לרוב באמצעות יחס מקורות לשימושים, אשר מבטא את יכולת החברה להתמודד עם התחייבויותיה השוטפות.
- **איכות ההנהלה** - לרוב מידרוג תבחן את הניסיון, הכישורים והתיאבון לסיכון של ההנהלה, אשר הינם שיקולים בדירוג האשראי של המנפיק. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים, ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והמנפיק נבחנים גם בהיבטים של שקיפות, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתו להוציא לפועל את תוכניותיו העסקיות המשפיע על מידת סיכון הביצוע (Execution Risk). במקביל לאמור, מידרוג עשויה לבחון האם קיימת תלות באנשי המפתח או בבעלי השליטה במנפיק. תלות כאמור עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג וזאת במקרים שבהם להערכת מידרוג תלות זו הינה חריגה לעומת מנפיקים דומים.
- **אסטרטגיית עסקית** - מידרוג בוחנת את אסטרטגיית המנפיק בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיית העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות המנפיק ותוכניותיו לעתיד (ככל שרלוונטי).
- **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג המנפיק - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל, מידרוג עשויה לבחון מאפיינים כגון מבנה השליטה במנפיק ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, לעיתים נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והממשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו.
- **אירוע סיכון (Event Risk)** - מידרוג לוקחת בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.

- **תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - במקרים מסוימים מידרוג בוחנת את סבירות התמיכה במנפיק 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. מידרוג תבחן את היסטוריית התמיכה במנפיק, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של המנפיק, הקשר העסקי והפיננסי בין המנפיק לחברת האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, יתכן ומידרוג תבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם, ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת, מידרוג תעריך את המגבלות לתמיכה של חברת האם (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של חברת האם.
- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הערכת האשראי הבסיסית של המנפיק.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי".
- **סיכון מדינת הפעילות** - במקרים מסוימים יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי ודאות ו/או חוסר יציבות גבוהה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- **אחר** - מידרוג עשויה לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו, בהתאם לשיקול דעתה. במסגרת השיקולים האחרים מידרוג עשויה לבחון גם שיקולים חברתיים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, 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 מידרוג². למתודולוגיות "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" ו"דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי", יש לפנות לאתר מידרוג www.midroog.co.il.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על ענף הנדל"ן המניב 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.

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

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

מגבלות

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

מגבלות מטריצת הדירוג

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

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

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

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

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

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

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

דוחות קשורים

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 22.11.2023

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, שחיקות בשווי נכסים, 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.

השקעות המטופלות בשיטת השווי המאזני וזכויות מיעוט מהותיות - ככלל, מידרוג בוחנת את הפרופיל הפיננסי לפי הדוחות הכספיים המאוחדים. כאשר קיימות השקעות מהותיות (מבחינה כמותית או איכותית) המטופלות בהתאם לשיטת השווי המאזני (אקוויטי), מידרוג תיקח בחשבון גם את חלקו היחסי של המנפיק בחוב הפיננסי מאותן השקעות, כנגד גידול מקביל בנכסים. בהתאם, יתכן ויבוצעו גם התאמות להיקף ה-FFO.

כך גם יתכנו מקרים בהם מידרוג תבצע התאמות כאשר למנפיקים קיימות זכויות הוניות עודפות, כגון Promote אשר טרם התקיימו הטריגרים להתקיימותם. התאמות אלו יכול שיתבטאו בפרמטרים של סך מאזן, שווי נכסים וכדומה.

במדידת פרמטרים איכותיים כגון מיצוב נכסים ואיכות שוכרים אין בהכרח שמידרוג תבצע בחינה פרטנית של כלל הנכסים ו/או כלל השוכרים, אלא במידה והדבר להערכתה עשוי להשפיע על פרופיל הסיכון של המנפיק.

המדדים הפיננסיים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים" והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. מידרוג עשויה לבצע גם התאמות אחרות הספציפיות לחברה מסוימת. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגית "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים".³

³ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

נספח 1.2 * מטריצת הדירוג לענף נדל"ן מניב

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
סביבת הפעילות	תחום פעילות וסביבה כלכלית	---	20%	סביבת פעילות כלכלית יוצאת דופן בחזקתה, עם תחזית והיסטוריית צמיחה חזקה ויציבה במיוחד, היסטוריה של תגודתיות כלכלית לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה ביותר לאורך זמן ופגיעה מהותית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות ביותר לאורך זמן (קרוב לתפוסה מלאה) ומגמת עליה עקבית ורצופה בשכ"ד; שוק שקוף ונזיל במידה טובה מאוד; חסמי כניסה מהותיים, המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקות מועט ועלויות קרקעות גבוהות מאוד, המקשים מאוד על תוספת היצע לנדל"ן מתחרה; רגולציה יציבה ושקופה מאוד לאורך השנים, התומכת בחברות הפועלות בסביבת הפעילות, ללא סיכון רגולטורי היכול להשפיע על הנכסים ושוויים.	סביבת פעילות כלכלית בולטת בחזקתה, בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה חזקה ויציבה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה מאוד לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה מאוד לאורך זמן והתאוששות מהירה מאוד לאורך זמן ופגיעה מהותית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות מאוד לאורך זמן ומגמת עליה בשכ"ד; שוק נזיל ושקוף במידה טובה; חסמי כניסה המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקות בינוני ועלויות קרקעות ונכסים גבוהות, המקשים על תוספת היצע משמעותי של נדל"ן מתחרה; רגולציה יציבה ושקופה לאורך השנים, התומכת בחברות הפועלות בסביבת הפעילות, ללא סיכון רגולטורי משמעותי היכול להשפיע על הנכסים ושוויים.	סביבת פעילות כלכלית חזקה בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית נמוכה לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה לאורך זמן והתאוששות מהירה לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות לאורך זמן ומגמת עליה בשכ"ד; שוק נזיל ושקוף במידה טובה; חסמי כניסה המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקות בינוני ועלויות קרקעות ונכסים גבוהות, המקשים על תוספת היצע משמעותי של נדל"ן מתחרה; רגולציה יציבה ושקופה לאורך השנים, התומכת בחברות הפועלות בסביבת הפעילות, ללא סיכון רגולטורי היכול להשפיע על הנכסים ושוויים.	סביבת פעילות כלכלית בינונית-חלשה, בעלת תחזית והיסטוריית צמיחה יציבה-מתונה, היסטוריה של תגודתיות כלכלית בינונית-גבוהה לאורך זמן; מגמת ביקוש גבוהה לאורך זמן והתאוששות איטית לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות או נמוכות לאורך זמן ומגמת עליה בשכ"ד; שוק בעל נזילות ושקיפות מוגבלת; חסמי כניסה מועטים ביותר המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקות גבוה ביותר ועלויות קרקעות ונכסים נמוכות אשר אין בהם כדי להגביל כניסת מתחרים; רגולציה תגודתית ולא שקופה לאורך השנים, אשר תומכת בתוספת היצע נכסים והגברת התחרות ומקשה על יציבות הענף, סיכון רגולטורי גבוה היכול להשפיע על פעילות הנכסים ושוויים; שוק המאופיין בחוזקה של שוכרי הנכסים אל מול הבעלים.	סביבת פעילות כלכלית מאוד, המאופיינת בחוסר יציבות לאורך זמן, היסטוריה של תגודתיות כלכלית גבוהה ביותר; מגמת ביקוש תגודתית או נמוכה ביותר לאורך תגודתיות כלכלית (סייקלים) בנדל"ן, המתבטאת, בין היתר, בתפוסות גבוהות או נמוכות לאורך זמן ומגמת עליה בשכ"ד; שוק בעל נזילות ושקיפות מוגבלת; חסמי כניסה מועטים ביותר המתבטאים, בין היתר, בהיצע נכסים/קרקות גבוה ביותר ועלויות קרקעות ונכסים נמוכות אשר אין בהם כדי להגביל כניסת מתחרים; רגולציה תגודתית ולא שקופה לאורך השנים, אשר תומכת בתוספת היצע נכסים והגברת התחרות ומקשה על יציבות הענף, סיכון רגולטורי גבוה היכול להשפיע על פעילות הנכסים ושוויים; שוק המאופיין בחוזקה של שוכרי הנכסים אל מול הבעלים.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
	היקף הפעילות	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	5%	≥15	4-15	1.3-4	0.4-1.3	≤ 0.4
פרופיל עסקי	איכות הנכסים ויציבות הפעילות	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	75%	נכסים ייחודים ברמת גימור גבוהה מאוד (Trophy Assets); מיקומים מרכזיים ביותר בערים מרכזיות, בעלי מיקום גאוגרפי אידיאלי; תפוסות גבוהות ביותר לאורך זמן רב (קרוב לתפוסה מלאה); טרק רקורד משמעותי ביותר של הנכסים ועמידות מוכחת במשברים; איכות שוכרים גבוהה ביותר; חוזי שכירות ארוכים ביותר; פיזור פעילות מצוין (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), ללא חשיפה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור גבוהה; מיקומים מרכזיים בערים מרכזיות; תפוסות גבוהות מאוד לאורך זמן; טרק רקורד משמעותי של הנכסים; איכות שוכרים גבוהה; חוזי שכירות ארוכים; פיזור פעילות טוב (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה מועטה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור בינונית; מיקומים בערים מרכזיות; תפוסות גבוהות לאורך זמן; טרק רקורד מספק של הנכסים; איכות שוכרים גבוהה; חוזי שכירות ארוכים; פיזור פעילות טוב (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה לענף מסוים.	נכסים ברמת גימור נמוכה; מיקומים בשולי ערים מרכזיות; תפוסות בינוניות-נמוכות או תנודתיות לאורך זמן; העדר טרק רקורד של הנכסים; איכות שוכרים נמוכה; חוזי שכירות קצרים ביותר; קיימת תלות מסוימת בשוכרים עיקריים; פיזור פעילות חלש מאוד (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה רבה לענף מסוים, עשויה להיות תלות מסוימים.	נכסים ברמת גימור מאוד; מיקומים פריפריאליים; תפוסות נמוכות מאוד ותנודתיות לאורך זמן; העדר טרק רקורד של הנכסים; איכות שוכרים נמוכה; חוזי שכירות קצרים ביותר; קיימת תלות מסוימת בשוכרים עיקריים; פיזור פעילות חלש מאוד (פיזור נכסי, גאוגרפי ושל שוכרים), עם חשיפה רבה לענף מסוים, עשויה להיות תלות בנכס או שוכר בודד.

*יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה. **הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים (0.5-20.5) וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים *** בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיין אחד או יותר הינם חשובים יחסית למאפיינים אחרים במנפיק ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר.

פרופיל פיננסי

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה	
רמת מינוף	רמת מינוף	חוב / CAP	20%	≤ 26%	56%-26%	69%-56%	85%-69%	≥ 85%	
	תזרים יחסי כסוי	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	4%	≥ 1,200	200-1,200	60-200	10-60	≤ 10	
		חוב פיננסי / FFO	12%	≤ 3	16-3	29-16	46-29	≥ 46	
גמישות פיננסית	שווי נכסים לא משועבדים / סך מאזן	7%	≥ 85%	50%-85%	10%-50%	≤ 10%	למנפיק אין נכסים שאינם משועבדים ⁴		
	חוב מובטח בנדל"ן / להשקעה / נדל"ן להשקעה	7%	≤ 15%	40%-15%	60%-40%	80%-60%	≥ 80%		
מדיונות פיננסית	---	---	10%	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיונות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מידת הסיכון לאירוע (event risk) לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאד; קיימת משמירה על פרופיל אשראי חזק מאוד לאורך זמן.</p>	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיונות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מידת הסיכון לאירוע (event risk) לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת משמירה על פרופיל אשראי חזק לאורך זמן.</p>	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מדיונות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה; מידת הסיכון לאירוע (event risk) לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת משמירה על פרופיל אשראי חזק לאורך זמן.</p>	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה נטת במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיונות החלוקה או במדיונות 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 ולישינויים במבנה ההון של החברה.</p>	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה נטת במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב והדבר ניכר גם במדיונות חלוקה או שקיימת אי ודאות גבוהה יחסית לגביה; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין.</p>	<p>המדיונות הפיננסיות של החברה הינה ברית חיזוי במידה טובה/במידה בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות; מדיונות החלוקה יכול ובה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה; התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה/בינונית; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית.</p>

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה. **הניקוד לכל פרמטר/תת-פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים (0.5-20.5) וזאת באופן השווואתי לפרמטרים של מנפיקים *** בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיין אחד או יותר הינם חשובים יחסית למאפיינים אחרים במנפיק ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר.

⁴ מאחר ותחום הנדל"ן המניב מאופיין בעתירות חוב המובטח בשיעבוד נכסים, עבור מנפיקים שאין להם נכסים שאינם משועבדים הציון בפרמטר זה יהיה ככלל מוגבל בקבוצת דירוג Ba.il.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג ובכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>