



דירוג חברות מלונאות

דו"ח מתודולוגי | פברואר 2016

אנשי קשר:

אילון גרפונקל - עו"ד, רו"ח, ראש צוות
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

דירוג חברות מלונאות

הקדמה

מטרת דו"ח זה הינה להסביר את מתודולוגיית מידרוג בבואה להעריך את רמת הסיכון של חברות הפועלות בענף המלונאות. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף המלונאות ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח אינו מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה.

יש להדגיש כי דוח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לחזותם מראש.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת ההשוואה. תחזיותינו מושפעות, בין היתר, מביצועי העבר של החברה, מגמות בענף הפעילות ומדינות הפעילות, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים, בין היתר, שינויים שיתרחשו בסביבה המאקרו-כלכלית ולאו בסביבת המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון - קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

מרכיבי הדירוג העיקריים



בבואנו לבחון את איכות האשראי של חברה אנו בוחנים את מאפייני הענף בו היא פועלת ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, רמת התחרות, חסמי כניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. מרכיב נוסף המשפיע על הדירוג הינו, הפרופיל הפרטני של החברה מבחינת גודל, גיוון עסקי ומיצוב בענף הפעילות.

הערכת פרופיל החברה נועדה לאמוד את יכולתה להסתגל ולצלוח תנודתיות ומשברים בסביבת הפעילות, באמצעות יתרונותיה התחרותיים.

הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי של החברה, הכולל את רמת המינוף, רווחיות, יחסי הכיסוי, איכות מקורות התזרים, וכמובן נזילותה וגמישותה הפיננסית. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של החברה. מעבר לכך, ישנה חשיבות למדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת החברה. ממדיניות זו נגזרים יחסי המינוף, הגמישות העסקית והפיננסית ורמת הנזילות, המשפיעים רבות על דרגת סיכון האשראי. קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול, הבקרה הפיננסית, פוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk) וכן סיכונים אחרים אשר עלולים לפגוע ביכולת החברה להוציא לפועל את תכניתיה (Execution Risk).

ענף המלונאות

חברות המלונאות פועלות לפי מודלים עסקיים שונים וקיים שוני וגיוון במאפייניהן. לכל מודל עסקי רמת סיכון שונה ופוטנציאל רווחים שונה, המשפיעים במידה רבה על הדירוג.

המגזרים בתוך ענף המלונאות לרוב נחלקים לפי קהל היעד אליו מכוונת החברה בכללותה או חלק מנכסיה. לפי קהל יעד זה וצרכיו, נגזרים חלק מסיכונים השוק החלים על החברה ועל הנכסים שבניהולה, ומוערכת איכות הנכסים והתאמתם לצרכי לקוחות החברה. החברות המדורגות פועלות בשווקים גיאוגרפיים שונים ופונות למגזרי לקוחות שונים.

מודל הפעילות של חברות המנהלות פעילות מלונאית נחלק לשני סוגים עיקריים: חברות אשר מנהלות ובעלות/שוכרות את הנכס הפועל כמלון, חברות המנהלות נכסים עבור גורמים חיצוניים לעיתים בזכיון (Franchise) תמורת דמי ניהול.

חברות רבות משלבות בין מודלים שונים של פעילות ומשלבות סוגי פעילות שונים.



מודל בעלות - מנהלות בתי מלון אשר בבעלותן הנכס המלונאי חשופות לסיכונים מינוף ומימון מחדש של הנכסים, כאשר לרוב היקף ההלוואות כנגד הנכסים נגזר בהתאם לשווייהם ההוגן של הנכסים במועד מתן ההלוואות. לכן בעיתות בהן שווי הנכסים יורד עקב האטה פרטנית או

ענפית, נוצרת תנודתיות בשווי הנכס יחסית לנכסי נדל"ן מניבים אחרים, המעוגנים בחוזי שכירות ארוכי טווח. מאידך, לבעל המלון גמישות פיננסית הנובעת מהבעלות על הנכס ומהאפשרות לממשו או לקבל עליו מימון מעת לעת. במודל פעילות זה, מאחר וכל הסיכון הענפי מוטל על כתפי המנהל (מפעיל)- שהוא גם בעל הנכס, שינוי של אחוז בודד בהכנסות הממוצעות לחדר (הנמדדות ע"י RevPAR, כפי שיפורט בהמשך), עשוי להשפיע במכפיל של כ-1.5X על רווחי המלון (ההוצאות לרוב ירשמו קיטון נמוך יותר מאשר הקיטון בהכנסות עקב הוצאות מימון ועלויות תפעול קבועות נוספות), ובשיעור גבוה אף יותר על התזרים הפנוי של החברה¹, באופן אשר עלול להשליך לשלילה על עמידת החברה באמות מידה פיננסיות ויכולתה לייצר תזרים לשירות החוב באמצעות מימון מחדש/מימוש של הנכס.

ניהול מלון הפועל בנכס הנמצא בבעלות החברה מבטל את הצורך בתשלום דמי שכירות קבועים, אך עם זאת, ברוב המקרים הנכס ימומן ע"י חוב. ההשקעה הראשונית הגבוהה ברכישת הנכס חוסכת, מחד, את המרווח המשולם לבעל הנכס מעל צרכי שירות החוב, ומאידך, מקבעת את החברה לנכס הנדל"ני (באם תרצה לשנות מיקום, לכל אורך חיי הנכס, החברה תאלץ למכור את הנכס בחלק מהמקרים, או למצוא שוכר מחליף, תוך השקעה בהתאמות לנכס).

¹ לפי נתוני Moody's כפי שהוסקו מניתוח חברות בענף



מודל שכירות - מודל פעילות של שכירות נכס וניהול, חל הסיכון הענפי המלונאי, כמו כן, עלויות אחזקת ותפעול המלון, חלים על החברה המנהלת את המלון, ובנוסף היא משלמת לבעל הנכס שכירות. מאידך, היא אינה נדרשת בהשקעה גבוהה בכניסה לפעילות וביכולתה לנצל את מלוא תזרימי המזומנים הנובעים מהנכס (בניכוי דמי השכירות) לפיתוח פעילותה.

מודל ניהול בלבד - חברות המנהלות עבור אחרים בחוזה ניהול יקבלו את שכרם כדמי ניהול ולעיתים במפל תשלומים הכפוף לתוצאות הפעילות במלון, בעוד עלויות תפעול המלון חלות על בעלי המלון. במודל פעילות זה, הכנסות דמי הניהול לרוב מובטחות לחברה המנהלת, כשיעור קבוע מהכנסות המלון וכשיעור נוסף מהעודף התפעולי שלו כתמריץ תלוי תשואה. חברות ניהול הפועלות במודל זה, אינן נדרשות להשקעות הון משמעותיות עם הכניסה לפעילות, בהשוואה להשקעה הדרושה לרכישת נכס מלונאי, ובאותו אופן גם דרישות הנזילות מחברת ניהול הינן מצומצמות יותר, שכן אינה נדרשת לשרת חוב על נכס נדל"ן בעזרת התזרים השוטף שלה. עם זאת, חברות ניהול לרוב יכניסו לחוזה הניהול מרכיבים של התחייבות מצידן להשקעות והבטחות תשואה, בכדי לשפר את מיצובן בשוק תחרותי ולהגדיל את סיכוייהן להאריך חוזה ניהול קיימים ולזכות בחדשים.

היתרון בניהול מלון עבור צד שלישי הוא שלא קיימת חשיפה להפסדים מפעילות המלון, שכן דמי הניהול תמיד חיוביים. מנגד, כאשר המלון אינו בבעלות הגורם המנהל, קיים הסיכון המתמיד כי חוזה הניהול לא יוארך, בין אם כתוצאה משינויי בעלות ובין אם מסיבות אחרות. לעומת זאת, חברה המנהלת מלון עבור עצמה, במבנה אותו היא שוכרת מבעלי נכס נדל"ן, דווקא כן חשופה בהכנסותיה לסיכונים ענף המלונאות, אך אינה צריכה לשרת חוב לטווח ארוך על הנכס וצרכי ההשקעה הראשונית שלה נמוכים. במקרים מסוימים גם עלויות שיפוץ הנכס יחולו על בעל הנכס ולא יועמסו על המפעילה. בדומה למודל הניהול בלבד גם במודל השכירות קיים סיכון שחוזה השכירות לא יוארך, אך חברה הבונה את מותג המלונאות בעבור עצמה יכולה לעיתים להמשיך את עסקיה איתו גם בנכסים שונים.

במקרים רבים בענף, ניתן לראות שיתופי פעולה בין רשתות בתי מלון בינלאומיות בעלות מוניטין לבין מפעילות בתי מלון וחברות ניהול. שיתופים אלו נעשים לרוב בכדי למקסם יעילות של מותגים חזקים של רשתות השיווק הפרוסות בשווקים שונים ושל מפעילות השונות גם יחד.

חלק ניכר מהחברות המנהלות בתי מלון בישראל ומערב אירופה מאופיינות במודל פעילות המשלב בעלות, שכירות וניהול לעיתים אף באותו נכס (למשל 50% בעלות מהנכס ו-100% מהניהול). במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג בוחנת את התמהיל של כל מנפיק והסיכונים הפרטניים הנגזרים מאותו התמהיל.

ענף המלונאות משתנה במהירות: בהעדפות הצרכנים ובדרכי הפעילות, וזאת במקביל לשינויים בסביבה, כמו למשל שינויים טכנולוגיים שהשפיעו מהותית על הענף ועל אופי הקשר בין החברות הפועלות בתחום לבין לקוחותיהן, שינויים בענפים המשלימים כגון ענף התחבורה על מגזרי השונים, שינויים גיאופוליטיים, שינויים בהעדפות תיירות ועוד.

קבוצות הענפים מחולקות לפי סוגי הפעילות, רמת המורכבות של הפעילות והסיכון הכרוך בה. ענף המלונאות נחשב כבעל סיכון גבוה יחסית, זאת בין היתר, בשל הגורמים הבאים:

- מגזר המלונאות הינו ענף תפעולי הדורש תשומות ניהוליות גבוהות, היקף כוח אדם משמעותי ועלויות שוטפות גבוהות של מזון, מלאי מתכלה, שכר עבודה ואנרגיה. בשל כך, הענף דורש רמת התמחות גבוהה וחשיפה להשקעות ניכרות בהון חוזר וב-CAPEX.
- ענף המלונאות נחשב כבעל תנודתיות גבוהה בביקוש, וחשוף באופן יחסי להאטה כלכלית, שכן צריכה של שירותי נופש נחשבת כהוצאת מותרות ללקוחות פרטיים ועסקיים, שהינה אחת הראשונות להצטמצם בזמנים קשים. בתקופות של האטה כלכלית נפגעים מיידית כל מגזרי הענף, ובהם אף המלונות העסקיים והקרובים לשדות התעופה, המתמחים בכנסים עסקיים ואירוח נוסעים במעבר (בקיצון השני נמצאים ענפים המתמקדים בשיווק מצרכים בסיסיים כגון מוצרי מזון, עליהם קשה לצרכנים לוותר גם בזמנים קשים). יתרה מכך, כאשר ישנה ירידה בביקושים בענף באזור מסוים, היכולת להתאים באופן מהיר את מבנה ההוצאות והיצע חדרי המלון באותו אזור הינה נמוכה יחסית.
- קיימים גורמים רבים המשפיעים על רמת הביקוש למלון ספציפי, חלקם בשליטת הבעלים וההנהלה וחלקם תלויים בגורמים אקסוגניים לחברה. הביקוש תלוי באופן ניהול המלון, מיקומו ומיתוגו, הן ברמת המלון עצמו והן כחלק מרשת המלונות עמה הוא נמנה. כמו כן, הביקוש מותנה במצב הכלכלי והפוליטי במדינה בה ממוקם המלון ואף במצב הכלכלי של מדינות זרות, אשר פגיעה בכלכלתן תפגע בתיירות הנכנסת.
- הענף מתאפיין בתחרות רבה, בעיקר באזורי ביקוש. ריבוי המתחרים, בכל הרמות, מגדיל את צורך החברות הפועלות בתחום בהתמחות בשוקי הפעילות, בשיווק ומיתוג וביעילות תפעולית גבוהה, וזאת על מנת להגדיל את שיעורי הרווחיות מהפעילות. יצוין כי במדינת ישראל הענף מאופיין בשנים האחרונות בגידול מתון יחסית בהיצע החדרים, בין היתר, בשל מגבלות במימון, בקרקעות זמינות באזורי ביקוש והליכים בירוקרטים אשר לעיתים מאריכים משמעותית את משך הזמן הנדרש להקמת נכס מלונאי.
- ענף המלונאות מתאפיין באורך חיים ממושך לבניית מותג, עובדה המתבטאת בזמן רב יחסית של חוסר וודאות עד להתייצבות עסקי המלון. עקב עונתיות הענף, קיימים פערי זמנים המקשים על ניתוח השפעתה של פעילות חדשה בטווח המידי, ולכן יש להעריכה לאורך תקופה ממושכת המנטרלת עונתיות.
- ענף המלונאות חשוף למגמות עונתיות משמעותיות, כך שבעונות החזקות, על המלונות לכסות גם את עלויות התפעול של העונות החלשות, שחלקן עלויות קבועות או בעלות מינימום הכרחי. גורם זה משפיע גם על ניתוחים נקודתיים של חברות המלונאות, שאינם בהכרח מייצגים את הטווח הארוך.
- רגולציה מהווה גם היא חסם כניסה במקרים מסוימים. הפעילות הענפית כפופה להחלטות ממשלתיות ויכולה להשפיע על ההיצע והביקוש בענף, על מחירי השירותים, היקפי השקעות ועוד.
- יש לציין כי למדינות הפעילות של החברה ישנה השפעה על הסיכון הענפי, שכן לגורמים המפורטים לעיל עשויה להיות השפעה ודינאמיקה אחרת בין מדינות שונות.

דירוג החברה ומאפייניה

בחינת החברה נעשית באופן השוואתי לחברות אחרות ולאורך זמן. דירוג החברה לוקח בחשבון את גודל החברה והיקף הפעילות יחסית לחברות אחרות, מידת הריכוזיות או הפיזור של פעילותה על פני אזורים גיאוגרפיים, מגזרי פעילות שונים וגיוון עסקאות, את קשריה עם שווקי הפעילות, המתבטאים בנגישות החברה למימון ולהון ונגישותה לעסקאות חדשות, כגון יכולת ניהול מלונות חדשים, גישה למאגרי לקוחות חדשים או שיתופי פעולה אסטרטגיים, בשווקים בהם היא פועלת ובשווקים חדשים, ועוד.

חברה בעלת מוניטין גבוה נתפסת כחזקה יותר בעיני לקוחות, משקיעים, שותפים וספקים כאחד, עובדה המקלה עליה בנגישותה לעסקאות ולפיתוח החברה בכל המישורים, החל מהעסקת צוות איכותי ומקצועי, שכאמור מהווה גורם משמעותי בתפקוד חברות בענף, וכלה בקבלת מימון ממשקיעים או מוסדות פיננסיים לעסקאות חדשות. חברות גדולות יכולות להגיע לכדי הובלת שוק ולהכתיב מגמות.

- **היקף הפעילות** - הקריטריונים למבחן בענף המלונאות הוא לרוב מספר החדרים בניהול החברה (הכוללים בתוכם גם חדרים בבעלות), היקף המאזן והיקף ההון העצמי, כמו גם היקף תזרימי המזומנים וההכנסות הנובעים מפעילותה. הקריטריונים למדידת היקף הפעילות נבחנים לפי מודל פעילות החברה: ישנן חברות בעלות מספר חדרים גבוה אך היקף הכנסות יחסית קטן, מאחר והחדרים הם בניהול ולא בבעלות החברה או בשל מיקומם ומיצובם של הנכסים, ולהיפך, חברות בעלות מספר חדרים נמוך יחסית, אך היקף הכנסות גבוה. כאשר מדובר במודל בעלות על הנכסים, היקף הכנסות זה יקוזז לאחר מכן על ידי הוצאות התפעול והפחת החלות על החברה, כך ששיעור הרווח יהיה נמוך יותר מאשר במודל פעילות ללא בעלות על נכסים. כאמור, בענף המלונאות קיימים יתרונות לגודל היכולים לשרת את החברה בפעילותה, כגון הקצאת עלויות קבועות בין מספר חדרים, עלויות תחזוקה, עלויות שיווק ופרסום התופסות נתח משמעותי במסגרת ההוצאות בענף זה, תחזוקת מועדוני לקוחות ועוד. נוסף על כך, ככל שהיקף הפעילות משמעותי, הוא מהווה כרית לחברה לעמידה בפני תקופות קשות והקצאת משאבים לצרכים שונים (לדוגמה, פיתוח עסקי נוסף והשקעות במיתוג החברה). בנוסף, נבחן מהו נתח השוק של החברה במגזרי הפעילות השונים, האם החברה מהווה גורם משמעותי בשוק והאם קיימים לה יתרונות לגודל או יתרונות יחסיים אחרים.

- **רמת הפיזור** - נבחנת על פי מספר אתרי הפעילות של החברה, מידת הנוכחות במרכזי תיירות ובסגמנטים השונים של הענף, ובכללם תיירות פנים וחוץ, תיירות נופש ועסקים, תיירות עממית ויוקרה. ככל שרמת הפיזור הגיאוגרפית גבוהה יותר ותמהיל הפעילות מגוון יותר, כך החברה חשופה פחות לתנודתיות בביקושים ולמגזרי פעילות ספציפיים. חברה המנהלת בתי מלון עשויה לנהל מספר מותגים שונים, המאפשרים פניה לקהלי יעד שונים. חברה המתמקדת בתיירות יוקרה בלבד, לדוגמה, תהיה חשופה יותר לתנודתיות בשווקים מאשר חברה הפונה גם לתיירות עסקית, מאחר והנטייה של הצרכנים בשוק זה היא קיצוץ מהיר יותר של הוצאות התיירות בעת הצורך, מאשר תיירות עסקית, המשתמשת בשירותי המלונאות לקידום עסקיה, ויהיה לה קשה יותר לבטל כנס עסקי רב משתתפים. פיזור אתרי הפעילות וסוגי הפעילות מממן גם במידה מסוימת את השפעות העונתיות המשפיעה רבות על הענף ועל הסיכון הנגרם מביצועי נכס בודד. הפיזור של סוגי מודל הפעילות גם נבחן. כאשר החברה משלבת ניהול עבור אחרים, ניהול נכס מושכר וניהול נכסים המצויים בבעלותה, נהנית מדמי ניהול קבועים יחסית, ואפשרויות של מפלי תזרימי מזומנים הנגזרים



מתשואה. בעוד שבמודל נכסים מושכרים, החברה אינה צריכה לשרת חוב בנקאי בגינם ונהנית מתוצאות הפעילות ובמודל בעלות, ניתן מעת לעת, לייצר מקור מזומנים ממימוש או מימון מחדש של נכסים. בנוסף, נבחנת תלות החברה במלונות ספציפיים וכן מיקום המלונות, מיצובם ויכולתם לשמר את קהל הלקוחות ותזרימי המזומנים באופן שוטף ובעיתות משבר.

- **מעמד תחרותי** - מידרוג בוחנת את הניסיון ועוצמת המותג של החברה. פעמים רבות חברות מלונאות הן זכייניות של רשתות מלונאות בינלאומיות ונהנות מעוצמת המותג שלהן. באופן זה נעשה שימוש ברשתות שיווק קיימות בעלות גישה למאגרי לקוחות גדולים. עוצמת המותג מקנה ערך מוסף לצרכן מבחינה שיווקית, ומהווה כוח לשימור והגדלת מאגר הלקוחות, וכך ממתנת במידה מסוימת את סיכון התנודתיות בענף. המעמד התחרותי, בשילוב עם גודל החברה כפי שנאמר לעיל, ממנפים את יכולת החברה להתפתח לשווקים וסגמנטים חדשים בענף. ככל שהחברה הינה מוטת ניהול עבור אחרים, יבחנו חוזק חוזי הניהול, המתבטא בניסיון עבר של חידוש תקופות חוזי הניהול וכדומה וכן יבחנו ביצועי בית המלון לעומת מלונות מתחרים באותו אזור. בדומה לחברות הנדל"ן המניב, ככל שלחברה המנהלת קיימת בעלות על בתי מלון, לרוב הם משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות, ויבחן אף ניהול הנכסים בהקשר הנדל"ני שלהם. מדד ה- RevPAR המשקלל את שיעור התפוסה של המלון וכן את המחיר הממוצע לחדר ביחס למתחרים מקנה את מיצוב מלונות החברה בשוק ביחס למתחרים.

- **וותק וניסיון** - הוותק והניסיון של החברה נמדד ברמת הפעילות הגלובאלית ובמגזרי הפעילות השונים בפרט. וותק וניסיון באים לידי ביטוי ביציבות ההנהלה ושיעור התחלופה בעמדות המפתח, במידת המקצועיות שלה ובהבנת השוק והענף, ביכולת הניהול של מלונות קיימים ופרויקטים חדשים גם יחד. כמו כן נבחנת יכולת החברה להתמודד עם משברים, המדיניות הפיננסית של החברה ועמידה ביעדים שהציבה לעצמה, ויכולת החברה לחזות את תוצאותיה הכספיות בין תקופות ואת תוצאות פעילויות חדשות והשקעות חדשות.

בנוסף נבחנת אסטרטגיית החברה, על מאפייניה: האם היא מוטת צמיחה או שמא שומרת על רמת פעילות יציבה או מצמצמת פעילות. מחד, אסטרטגיית צמיחה הינה חיובית בכך שמרחיבה את היקף הפעילות ומקטינה את התלות במלונות ובשווקים עיקריים, אך מנגד, לעיתים התרחבות אגרסיבית בפעילות באה על חשבון היציבות הפיננסית ורמות המינוף, ככל שהיא לווה ברכישת או הקמת מלונות חדשים, וככל שגדלות הוצאות החברה לפני התייצבות ההכנסות מהפעילות. נבחן האם אסטרטגיית הפעילות עקבית בכל הקשור למאפייני הפעילות ואופן הצמיחה, ומובא בחשבון תאבון החברה לסיכון או מדיניות השקעות מתונה. באותו אופן, נבחנת גם גישת החברה בעומדה בפני הזדמנויות השקעה חדשות- באיזו מידה נבחנת כל השקעה והתאמתה לפרופיל הפעילות של החברה, והאם החברה ריאליט לגבי יכולת הניהול של השקעות חדשות אליהן היא ניגשת.

בהקשר זה מידרוג בוחנת גם את יחסי הגומלין בין החברה ובעלי המניות שלה: האם החברה נדרשת לתמוך פיננסית בבעלי המניות או לחלוקת דיבידנדים גבוהה מסיבות אחרות, או שמא מדובר בבעלי מניות אמידים אשר ביכולתם ובכוונתם לתמוך, במידת הצורך, בחברה. עד כמה בעלי המניות מעורבים בפעילות השוטפת ומתמצאים בעסקי החברה והאם הם מהווים מוקד של ידע, קשרים עסקיים ותמיכה מקצועית לחברה.

המיצוב הפיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. המיצוב הפיננסי תלוי ברווחיות וביעילות של פעילות החברה, ובמדיניות הפיננסית שמובילה הנהלת החברה. צירוף שתי פנים אלו קובע לאורך זמן את שיעור המינוף של החברה, יחסי הכיסוי וכן את הגמישות הפיננסית ומידת הנזילות. גורמים אלו נבחנים ביחס לצרכי החברה הנובעים מערוצי המימון, מגבלות פיננסיות, עומסי פירעונות, חלוקת דיבידנדים, צרכי CAPEX וצרכים שוטפים אחרים. מידרוג בוחנת את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי וצרכיו, צרכי ההשקעה ברכוש הקבוע/הון חוזר ואופן המימון של רכישות פעילויות חדשות. המיצוב הפיננסי נמדד על בסיס הערכות מידרוג לטיב הביצועים ואופי המדיניות הפיננסית אשר מייצגים את החברה המדורגת, על פי ניסיון העבר ועל פי נתונים וגישת הפעילות שמציגה החברה. על מנת לצמצם את התנודתיות בדירוג, מידרוג עושה שימוש במידע היסטורי ונתונים השוואתיים מחברות שונות בענף, ומתחשבת גם בתחזית עתידית של החברה ותרחישים במידות סבירות שונות, כפי שמידרוג רואה לנגד עיניה, אשר משקפים את מיצובה הפיננסי של החברה בענף ולאורך זמן.

• **רמת רווחיות -** במדידת הכנסות חברות בענף המלונאות קיים הבדל בין הגורם שהינו מנהל ובעל הנכס ובין גורם מנהל בלבד. לאור המורכבות התפעולית בתחום, למקצועיות הגוף המנהל קיימת חשיבות רבה. בהתאם לכך, מודל הכנסות של חברת הניהול מורכב יחסית. הכנסות חברת ניהול עבור אחרים מורכבות משיעור קבוע של בין 1%-3% ממחזור הפעילות המלונאית ("דמי ניהול בסיסיים"), וכן משיעור של בין 6%-18% מהתזרים התפעולי שמייצר המלון ("דמי תמריץ") הנגזרים משיעורי הרווחיות. בניתוח הכנסות של חברה מלונאית, יש לבחון באילו מלונות החברה מפעילה אך אינה הבעלים ובאילו מלונות היא גם המנהלת וגם הבעלים. למלון בבעלות חברה אך אינו בהפעלתה, נתייחס כאל נכס מניב לכל דבר ולא כאל נכס מלונאי, ובגינו גם יתקבלו, דמי שכירות קבועים בהתאם. יש לסייג את האמור, להסכמי שכירות הגוזרים את דמי השכירות מביצועי המלון עצמו.

היקף הרווחים לאורך זמן מהווה אינדיקציה ליכולת החברה להוציא אל הפועל את האסטרטגיה העסקית שלה בצורה יעילה ועקבית ולניהול מוצלח של הסיכונים העסקיים הקשורים לפעילותה. לרוב רווחיות נמדדת על פני זמן, בייחוד בענף המלונאות, בו נתונים פיננסיים ותפעוליים נקודתיים עלולים להיות מוטעים עקב השפעות עונתיות, או משך הזמן הרב הלוקח לייצב מותג ופעילות של מלונות חדשים. לכן, בנוסף לביצועים תפעוליים, מידרוג בוחנת מגמות בביצועים ואת יכולת החברה להפגין יציבות בביצועים חרף מחזוריות ועונתיות בשוק. בהקשר זה, מידרוג גם בוחנת את ה-NOP (Net Operating Profit) של המלונות אשר הינו בנטרול פחת והוצאות הנה"כ.

רמת הרווחיות של חברות מלונאות נמדדת בראש ובראשונה על בסיס שיעור הרווח התפעולי וה-NOP מתוך כלל ההכנסות. קיימים שני מחוללי הכנסות עיקריים בפעילות והם שיעור התפוסה הממוצע ומחיר לחדר ללילה (כולל הכנסות נלוות, כגון מכירת מזון ומשקאות). ככל שהחברה מצליחה להציג נתונים טובים יותר בשני המדדים הללו, (אשר ככלל באים אחד על חשבון השני), כך צפויה החברה להציג נתוני רווחיות טובים יותר.

שיעור ה-EBITDA מודד את יעילות תפעול בתי המלון של החברה. המדד הנ"ל נבחן לאורך זמן בכדי לשקף מצב מייצג. בחברות ניהול בתי מלון, מדדים אלו נבחנים ברמת הנכס הבודד. חברות המנהלות בתי מלון עבור אחרים יימדדו גם על בסיס דמי הניהול שהן מקבלות, ומידת התשואה העודפת בגינה הן עשויות לקבל תמריצים. כמו כן, נבחן את היקף הוצאות ההנהלה והכלליות (שאינן משויכות לרמת המלונות) ביחס לסך ההכנסה, כדי לאמוד את יעילות המטה.



למדדים הנסמכים על רווח הנקי ניתן משקל נמוך מכיוון שהרווח הנקי כולל בתוכו רכיב פחת משמעותי או מיסים נדחים משמעותיים (בייחוד במקרים בהם החברה משערכת את הרכוש הקבוע, קרי את בתי המלון). העלוים ליצור לעיתים הטיות, שכן הם מושפעים, בין היתר, ממועד רכישת הנכסים, שיעורי המס השונים ותכנוני מס, מדיניות ההפחתה וכד'.

- **תזרימים יחסי כיסוי חוב** - כפועל יוצא מרמת הסיכון הגבוהה וה-CAPEX המאפיינים את מגזר המלונאות, חברות מלונאות נדרשות להציג יחסי כיסוי מהירים יותר ביחס לחברות נדל"ן מניב בעלות דירוג דומה.

יחס זה מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי מפעילות החברה. תזרימים ה-FFO מחושב כתזרימים מפעילות שוטפת בנטרול השינויים בהון החוזר, בנטרול תוצאות חד פעמיות ובנטרול התאמות נוספות לתזרימים הנובעות מפערי עיתוי (כגון מיסים נדחים או הוצאות מימון שאינן במזומן).

בענף המלונאות אנו בוחנים פרמטר נוסף, המנטרל מה-FFO הוצאות עבור השקעות הוניות בבית המלון (CAPEX). ההשקעה בבתי המלון חוזרת על עצמה בתדירות גבוהה יחסית לענפי נדל"ן אחרים, והינה מחויבת מכוח פעילות המלון, ולכן מקבלת אופי שוטף ונבחנת גם היא לצורך קביעת התזרימים הפרמננטי של חברות מלונאיות.

בבחינת תזרימים החברה נלקחת בחשבון גם מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה. התזרימים של חברה המחלקת שיעור נכבד מה-FFO שלה באופן שנתי ייחשב חזק פחות מחברה בעלת מדיניות חלוקה סולידית או צרכי חלוקת דיבידנד מועטים של בעלי השליטה.

לאור היות מגזר המלונאות תפעולי, בניתוח הפיננסי מושם דגש גם על תזרימים ה-EBITDA יחס כיסוי חוב ל-EBITDA. יחס זה בוחן את יכולת החברה לכסות את חובה מתוך הרווח השוטף שלה, ואינו מושפע משינויים עיתיים כגון השפעות מיסים ומועדי תשלום ריבית.

גם בבחינת הפרמטרים התזרימים ניתן דגש לכך ששוק המלונאות מאופיין בעונתיות במסגרתה, לרוב, חודשי ראשית השנה נחשבים כחלשים יחסית בעוד שבתקופות החגים השונות וחודשי הקיץ רמת הפעילות גבוהה. עונתיות זו משליכה על התזרימים מפעילות ועל יחסי הכיסוי, אשר הינם תנודתיים לאורך השנה, ולאור עובדה זאת יש לבחון את יחסי הכיסוי על פני תקופות זמן ארוכות וכן על פני 12 החודשים האחרונים ופחות ברמה רבעונית.

- **יחסי איתנות** - יחסי האיתנות הם פרמטר לבחינת שיעורי המינוף של החברה ומבנה ההון שלה, ויכולתה לגייס הון זר נוסף בעת הצורך. יחסי האיתנות מודדים את היקף ההון הזר אל מול ההון העצמי של החברה, וע"י יחס החוב ל-CAP, גם את היקף החוב הפיננסי, מתוך החוב הזר, אל מול היקף המקורות העצמיים של החברה (ה-CAP מחושב כהון העצמי, בתוספת החוב הפיננסי והמיסים הנדחים).

רמת המינוף של חברה היא לרוב עניין של קביעת מדיניות, וכך על ידי בחינת יחסי האיתנות של החברה לאורך זמן, נמדדת מדיניות החברה לגבי שיעורי המינוף שלה ותאבונה לסיכון. בנוסף, נמדדים יחסי האיתנות והכיסוי נטו מיתרות נזילות, בכדי לאמוד את מדיניות החברה בשמירת יתרות נזילות מספיקות לשירות החוב ולצרכיה השוטפים של החברה, כמו גם, צרכיה בהשקעות נוספות ועמידה בתנאים קיצוניים, הדורשים הוצאת מזומנים.

בניגוד לנכסים מניבים, נכסים מלונאיים מוצגים בדוחות הכספיים כרכוש קבוע מופחת. לעובדה זו משמעות גבוהה בכל הקשור לשווי הכלכלי של חברה, לעומת השווי המאזני. ראשית, מכיוון שהמלונות אינם מוצגים בדוחות לפי שוויים הכלכלי, בכל חברה מלונאית קיים במידה זו או אחרת שווי כלכלי שאינו מגולם בדוחות (למעט חברות מעטות המשערות אף את רכושן הקבוע). בשל כך, על מנת לחשב את יחסי האיתנות המייצגים, מידרוג מתחשבת בהערכות שווי עדכניות ככל שניתן למלונות השונים ומהם גוזרת את עודף השווי נטו (בניכוי מסים), בכדי לקבל ערכים מדויקים יותר כלכלית של ההון העצמי והיקף המאזן, תחת הנחות רגישויות שונות. בנוסף, הלוואות על נכסים לרוב ניתנות על ידי הבנקים בהתאם להערכות שווי המשקפות את השווי הכלכלי של הנכס. במקרים בהם נכסי הנדל"ן המלונאיים רשומים כרכוש קבוע על בסיס עלות מופחתת, ישנו פער בין שווי ההלוואה לשווי הנכס בגינו היא ניתנה, המגדיל משמעותית את שיעורי המינוף של החברה לפי דיווחיה הכספיים, אך לא מהבחינה הכלכלית.

- **נזילות וגמישות פיננסית** - הגמישות הפיננסית, בנוסף לנזילות החברה, הינה נדבך ביכולת החברה לספוג מהמורות בסביבה העסקית והפיננסית הנובעים ממחזוריות כלכלית, תנודות בשווקים, בזמינות האשראי, בתחרות בענף הפעילות ועוד. הגמישות הפיננסית מושפעת במידה רבה מרמת המינוף של החברה ביחס לתזרימי המזומנים שהיא מייצרת, כפי שמתבטאת ביחסי הכיסוי התזרימיים, בפרט בתקופות של תנודתיות ברווחיות ובתזרימים.

רמת הנזילות נמדדת בהיקף יתרות המזומנים ותיק ההשקעות הסחיר של החברה, ביחס לצרכיה השוטפים, החלויות השוטפות של יתרות החוב של החברה וצרכי כיסוי עלויות החוב השנתיים שלה. רמת הגמישות הפיננסית נבחנת על בסיס היקף ואיכות מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות והנכסים הבלתי משועבדים שבבעלות החברה. הנכסים העיקריים שנכללים בחברה מלונאית הם מבנים מלונאיים שבבעלותה ובאופן פחות חוזי ניהול לטווח ארוך. רמה נמוכה יותר של גמישות פיננסית קיימת במידה והמינוף ברמת הנכסים נמוכה, כפי שבא לידי ביטוי ביחס LTV, אשר עשוי במקרים מסוימים לאפשר ביצוע מימון מחדש בהיקף הלוואה גבוה יותר. רמת LTV מקובלת בנכסים מלונאיים עומדת על כ-50%-60%.

ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכה. כמו כן, נבחנות אמות המידה הפיננסיות, לאור שינויים בהיקפי החוב ורווחיות הפעילות.

שיקולים נוספים

בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים איכותניים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידורים (סיכוני מטבע, ריבית ואשראי), ערבויות שהחברה צד להן ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכוני מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. לצורך קבלת הבנה מקסימלית בנושאים אלו, מידרוג נפגשת תקופתית עם הנהלת החברה (דרג ניהול) ודירקטוריון המייצג את בעלי המניות) על מנת לקבל מידע לפי השקפת עולמה של החברה באשר לאסטרטגיה והמדיניות העסקית שלה, ניסיון, כישורים ותיאבון לסיכון של ההנהלה, המקבלים משקל בדירוג האשראי. בתהליך הדירוג אנו לוקחים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

- **איכות הניהול** - ותק, ניסיון ואיכות בעלי התפקידים המרכזיים, בין אם בתחומי הפעילות בכלל ובין אם בחברה עצמה בפרט; מחויבות בעלי התפקידים לחברה; מרכיבים שונים המשפיעים על יכולת ואיכות הניהול הצפויה, בהם תכניות ורכיבי תמריץ להצלחת החברה.

- **מערך שליטה ובקרה** - בחינת המבנה הארגוני של החברה ויכולת התמיכה שלו בפעילויות השונות; אופן זרימת מידע וידע נצבר בחברה; מערכות מעקב ובקרה על פעילויות החברה השונות; מוטת שליטה ובקרה; איכות הממשל התאגידי ותהליכי קבלת החלטות בחברה.
- **מדיניות ניהול סיכונים** - אנו בוחנים את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללה: מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכונים שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
- **מדיניות פיננסית** - עפ"י גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותה העסקית והפיננסית של החברה. בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. כמו כן, אנו בוחנים את עמידתה של המדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאים בסביבה העסקית. בהקשר זה, ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר יביאו לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:
 - **סיכון החלוקה** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין ע"י דיבידנדים ובין ע"י רכישה עצמית של מניות. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסיים בחברה קשורה.
 - **סיכון השקעות והתרחבות** - הרחבה משמעותית של הפעילות באמצעות השקעות הוניות (כגון השקעות באמצעי ייצור, בסניפים, במתקנים לוגיסטיים) לעיתים עלולה להגדיל את רמת הסיכון בפעילות החברה, בעיקר כשההשקעות מלוות בגידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי. לעיתים, פער הזמן שחולף בין מועד קבלת החלטת ההשקעה לבין מועד השלמתה עלול ליצור חשיפה לשינויים בתנאי השוק, במחירים ובביקושים.
 - **סיכון 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.
 - **תכנוני מס** - האם החברה מבצעת תכנוני מס לאור אמנות בין מדינות, השפעות על הפעילות הפיננסית ויכולת החברה לממש נכסים, ליצור רווחים ולהעביר תזרימים שונים בין המדינות.
- **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל, קשורה במאפיינים כגון 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. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.
- **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 קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
 - **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.



מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידי של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.