



מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה

דוח מיוחד - דצמבר 2011

1

מחברות:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

חברות אחזקה הינן שחקניות מרכזיות בשוקי ההון וגופים שמובילים את השוק הפיננסי בתחומים של גיוסי הון, מיזוגים ורכישות, או לחילופין, מצוקת נזילות ובמקרים קיצוניים אף הסדרי חוב. מיצובן הפיננסי של חברות האחזקה תלוי במידה גבוהה במצב שוקי ומשתנה באופן ניכר בין תקופות של גיאומטריה ושל תקופות של חולשה ואי וודאות מתמשכת בשווקים. המודל העסקי של חברות האחזקה מתבסס על יכולתן להשביח ולהצמיח את תיק החברות המוחזקות. באופן שוטף, יכולת שירות החוב של חברות האחזקה נסמכת על שלוש רגליים עיקריות: קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות, מימוש השקעות שהגיעו לבשלות ומחזור חוב פיננסי. בתקופה של אי-וודאות גבוהה בכלכלה ובשוקי ההון עלולות להיחלש כל שלוש הרגליים הללו: יכולת המוחזקות לחלק דיבידנדים נפגעת בשל ירידה ברווחים ו/או קוצר במזומנים ו/או מגבלות מצד המממנים. בו זמנית, הירידות בשוקי ההון פוגעות ביכולת ובנכונות של בעלי המניות לממש אחזקות. בנוסף, שחיקת שווי האחזקות מחלישה את יכולתה של חברת האחזקות למחזר התחייבויות ובמקרים מסוימים אף דורשת מהחברה לעבות בטוחות מול המממנים.

הרגישות הגבוהה של חברות האחזקה לעיתות של אקלים כלכלי סוער מחדדת את החשיבות של גורמים ממתני סיכונים בחברות מסוג זה. גורמים אלו כוללים: נזילות, מרחב גמישות פיננסית ופיזור. נזילות הינה ערך קריטי בהערכת סיכוני האשראי של חברות אחזקה. עלות המקורות שאינם מנוצלים הינה סוג של "פרמיית ביטוח" לימים גשומים. הגמישות הפיננסית הינה מרחב האפשרויות הקיימות לחברה להשגת מקורות מימון לצורך מיחזור התחייבויות פיננסיות, שמירה על נזילות מספקת והתרחבות עסקית. הגמישות הפיננסית מתבססת על רמת המינוף, פריסת עומס הפירעונות והיקף נכסים חופשיים משעבוד ביחס לחוב. בחברת אחזקות נמדדת הגמישות הפיננסית גם באמצעות מידת השליטה באחזקות והאם היא מאפשרת מימוש אחוזי אחזקה תוך פגיעה מינימאלית בערך ההשקעה ובשליטה. הגמישות הפיננסית מתבססת גם על טיב מערכת היחסים עם גופי המימון השונים ויכולת לעמוד בדרישותיהם. פיזור הינו מאפיין המוביל להקטנת סיכונים, לפחות ברמה התיאורטית. פיזור מצמצם את הסיכון להרעה בפעילות המוחזקות, להיחלשות הדיבידנדים ולירידה חדה בשווי האחזקות.

מטרת דוח זה הינה להגדיר את מאפייניהן של חברות האחזקה ולהציג את המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חברות אחזקה מסוגים שונים. הדוח ידון בפרמטרים העיקריים שהוזכרו לעיל ואשר מרכיבים את הפרופיל העסקי והפיננסי של חברות האחזקה.

נכון למועד דוח זה מידרוג מדרגת 20 מנפיקים המסווגים כחברות אחזקה, בהיקף כספי של אגרות חוב (כולל אג"ח פרטיות) בסך של כ-30 מיליארד ₪ (במונחי יתרה מוצמדת בספרים ליום 30.6.2011). הדירוג הממוצע של מנפיקים אלו הינו A3 במונחי מספר מנפיקים ו-A2 במונחי יתרה כספית של אג"ח. נתונים אלו אינם כוללים חברות אחזקה מתמחות בנדל"ן. נכון למועד דוח זה כמחצית מחברות האחזקה המדורגות על ידינו מצויות באופק דירוג שלילי. משמעות הדבר הינה כי בטווח של 12-18 חודשים קיימת סבירות גבוהה להורדת דירוג לחברות אלו. הגורמים לאופק הדירוג השלילי אינם אחידים. קיימות חברות שמיצובן הפיננסי החל להישחק עוד בשנים 2008-2009 עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי וטרם שוקם מאז. קיימות חברות בהן אירועים ייחודיים להן השפיעו לשלילה על סיכון האשראי.

בבחינה כלל-ענפית אנו מזהים את המגמות הבאות לשנת 2012:

- רמת מינוף גבוהה על רקע אי-וודאות גבוהה בשווקים שצפויה להימשך גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. מגמות אלו יוצרות לחץ שלילי על שווי הנכסים ועל היכולת להתממן באמצעות מימושים
- המשך חולשה בתוצאות של אחזקות מרכזיות בתחומי התקשורת, הקמעונאות והאנרגיה
- אתגרים ביכולת למחזר חוב בשוק החוץ-בנקאי בעתות של מגמות שליליות בשווקי ההון בארץ ובעולם
- החמרת מדיניות האשראי של הבנקים, בעיקר לגבי חברות במיצוב פיננסי נמוך, אשר תקשה על מחזור התחייבויות במערכת הבנקאית

הדירוגים הקיימים אינם משקפים את ההשלכות של המלצות וועדת הריכוזיות, בין השאר נוכח אי-וודאות גבוהה לגבי מבנה המלצות שיתקבל לבסוף, אופן יישומן והשלכתן על כל אחת מחברות האחזקה. בהתייחס להמלצות המרכזיות: **הפרדה בין אחזקות ריאליות לאחזקות פיננסיות**: המלצה זו תחייב את חברות האחזקה למכור תאגיד משמעותי (פיננסי או ריאלי) שבו היא מחזיקה. ההשלכות של מהלך זה כרוכות באסטרטגיה העסקית והפיננסית של החברה. ההחלטה על מבנה תיק האחזקות וייעוד תמורת המימוש (הקטנת מינוף ו/או הרחבת השקעות ו/או חלוקת דיבידנדים) היא זו שתגזור לבסוף את ההשפעה של המהלך על מאפייני הסיכון.

חיזוק בעלי מניות המיעוט ושיפור הממשל התאגידי בחברות פער: להערכתנו, להמלצות אלו, ככל שיישמו, יכולות להיות השלכות על מבנה חברות האחזקה, שיקולי ההשקעה ומהלכים של גופים עסקיים בישראל.

מידרוג עוקבת אחר התפתחות המלצות הוועדה ותהליך האישור.

אפיון וסיווג חברות אחזקה

ארבעה סוגים קלאסיים של חברות אחזקה

אנו מבחינים בין ארבעה סוגים עיקריים של חברות אחזקה: קבוצת חברות תפעולית המוחזקת על ידי יישות אחת; קונגלומרט שהינו תאגיד על השולט על מספר חברות בתחומי פעילות שונים; חברת השקעות שהינה יישות משפטית המנהלת סל השקעות בתחומים שונים חלק השקעות פיננסיות וחברת אחזקה בנכס בודד. חברה מסוג זה הינה לרוב מבנה משפטי שנועד בדרך כלל למנף שליטה בנכס בסיס. בקבוצה האחרונה שייכות גם חברות האחזקה בבנקים, אולם אלו הן בעלות מאפיינים ייחודיים ומתודולוגיה שונה שתוסבר בהמשך.

באופן כללי, האבחנה בין סוגי חברות האחזקה נעה לאורך ציר הזיקה העסקית, הניהולית והפיננסית בין החברה האם למוחזקות. ככל שזיקה זו גבוהה יותר והשליטה גבוהה וריכוזית - כך תחשב החברה כקבוצת חברות תפעולית (הפועלות בתחומים דומים) או לחילופין קונגלומרט (הכולל חברות מתחומים שונים או משיקים). ככל שההשפעה הניהולית חלשה יותר ולא קיימת סינרגיה בין החברה למוחזקות ובינן לבין עצמן, כך תחשב החברה כחברת השקעות. הטבלה להלן מרכזת את המאפיינים העיקריים המיוחסים לשלושת הסוגים של חברות האחזקה במודל הקלאסי. בהתייחס ל-"חברות השקעה" בשוק הישראלי, יש לציין כי אף לא אחת מהן תואמת באופן מלא את ההגדרה של חברת השקעות לפי מאפייניה הקלאסיים. יש לציין עוד כי מאפייניה של חברת האחזקות יכולים להשתנות לאורך הזמן בין הסוגים השונים כחלק מאסטרטגיית העסקית של החברה אשר כוללת השקעות ומימושים.

מאפיינים	קבוצת חברות תפעולית	קונגלומרט	חברת השקעות
מאפיינים	• אחזקת שליטה במוחזקות הפועלות קווי עסקים דומים • לחברה האם בד"כ קיימת פעילות עצמאית • זהות מלאה בין חברות הקבוצה עד כדי טשטוש	• 3-5 אחזקות ליבה בקווי עסקים שונים • לחברה האם בד"כ אין פעילות עצמאית • זהות לא מלאה בין המוחזקות	• תיק אחזקות רחב ומפוזר על פני מספר אחזקות • תיק אחזקות דינאמי • היעדר כל זהות בין המוחזקה למוחזקות
אסטרטגיה, ניהול ואינטגרציה תפעולית	• "שילוב כוחות" באסטרטגיה, במימון ובתפעול • ניהול ריכוזי ואחיד	• אינטגרציה חלקית אם בכלל • השפעה גבוהה על האסטרטגיה והניהול	• היעדר אינטגרציה ותכנון מרוכז בין המוחזקות • מעורבות מוגבלת בניהול עד היעדר מעורבות כלל
מדיניות פיננסית	• מימון צולב - העמדת ערבויות וביטחונות צולבים, ריקורס גבוה בין חברות הקבוצה, הלוואות הדדיות • מגבלות נמוכות על חלוקת דיבידנדים מהמוחזקות	• קיימת מידה של שליטה מרכזית על מימון הקבוצה • תיתכן ערבויות צולבות/תמיכה הדדית/עסקאות משותפות בין המטה למוחזקות ובין המוחזקות	• היעדר זיקה מימונית בין חברות המטה לחברות התפעוליות • חברות המטה אינן ערבות לחוב במוחזקות • היעדר עסקאות משותפות בין המטה למוחזקות

חשיבות האפיון של סוג חברת האחזקות

האפיון של חברת האחזקות גוזר את המתודולוגיה להערכת הסיכונים העסקיים והפיננסיים של החברה ולדירוגה:

חברת אחזקות תפעולית: בחברה זו אנו מזהים קו עסקים מרכזי המשותף לחברות הקבוצה ולחברת האחזקות, והקבוצה תנותח כחברה תפעולית בהתאם לקו עסקים זה. מכיוון שבקבוצה מסוג זה ההפרדה הפיננסית בין החברות חלשה ובדרך כלל החברות ערבות זו לזו, הניתוח הפיננסי ייעשה על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים. בדרך כלל נצפה לגמישות גבוהה בהעלאת כספים מהבנות לאם, בדרך של דיבידנדים, הלוואות בעלים או מנגנון אחר, אשר מהווה את הבסיס ליכולת שירות החוב של החברה האם.

קונגלומרט: הניתוח המתודולוגי של קונגלומרט מתרחב לניתוח נפרד של כל אחד מקווי העסקים העיקריים בהם פועלת הקבוצה, בהתאם למתודולוגיה הענפית הרלוונטית. ייתן דירוג צל לכל אחת מהחברות המשמעותיות והוא ישוקלל לפי משקלן בשווי הקבוצה ו/או בתרומה לתזרים המאוחד. דירוג זה יכלול ניתוח איתנות פיננסית של כל אחזקה משמעותית, לרבות מידת היכולת שלה, בהתחשב בצורכי המימון וההשקעה, לתרום מזומנים לחברה האם. בשונה מקבוצת חברות תפעולית, בניתוח של קונגלומרט אנו מדגישים את המגבלות על זרימת המזומנים בין הבנות לחברה האם, ובהקשר זה ייבחנו העודפים לחלוקה ומגבלות על חלוקה. הניתוח הפיננסי של הקבוצה ייעשה הן במאוחד והן על בסיס סולו של חברת האם. הדגש העיקרי הוא על ניתוח המאוחד, אשר נועד לאפיין את המינוף של הקבוצה כולה, לרבות החוב של חברת האם. ניתוח הסולו נועד לאפיין את יכולת שירות החוב על בסיס התזרימים מהבנות.

חברת השקעות: המאפיין העיקרי של חברת השקעות קלאסית הינו היעדר זיקה אסטרטגית, ניהולית ופיננסית בין המוחזקות לבין חברה האם. תיק האחזקות דינאמי ומפוזר על פני מספר חברות בתחומים שונים. במודל הקלאסי מרבית האחזקות הן מיעוט. הניתוח של חברת השקעות מתמקד בחברה האם, בדגש איכות תיק האחזקות (דירוג משוקלל ופיזור) וביכולת החברה האם לשרת את החוב הפיננסי על בסיס תזרימי המזומנים מהמוחזקות, מימושי אחזקות ושווי האחזקות, הגוזר את גמישותה הפיננסית.

חברת אחזקה בנכס בודד

חברת אחזקה בנכס בודד אינה שייכת לאחד מסוגי החברות שתוארו לעיל, מכיוון שזוהי בדרך כלל חברה ייעודית שהוקמה לצורך רכישת שליטה בנכס בודד. מחד, היא מאופיינת בשליטה גבוהה יחסית על נכס הבסיס (מבחינת שיעורי אחזקה בהון ובהצבעה והתוויית האסטרטגיה העסקית והפיננסית) אולם מאידך, הזיקה הפיננסית בין החברה לבין נכס הבסיס הינה חלשה, במובן של היעדר ערבות פיננסית בין החברות. בד בבד, חברת האחזקות תלויה באופן מלא ומוחלט בתזרימים מנכס הבסיס, בעוצמת נכס הבסיס ובשווי, אשר משפיעים על נגישותה למקורות מימון.

הדירוג של חברת אחזקה בנכס נסמך על הדירוג של נכס הבסיס, והפעלת מדיניות נוטשינג לפי מידת הנחיתות המבנית מול נכס הבסיס, ובהתחשב במאפיינים הפיננסיים של חברת האחזקות, כדלקמן:

- רמת המינוף: היחס בין החוב הפיננסי לבין שווי האחזקה בנכס הבסיס לפי שווי שוק ו/או שווי הספרים (LTV). יחס זה הינו יחס מוביל בבחינת יכולת שירות החוב של חברות אחזקה בנכס ומתוכנן נגזרת מידת הגמישות הפיננסית של החברה למחזר התחייבויות ולתמוך בנזילותה לאורך זמן;

- רמת הנזילות: הישענות חברת האחזקה על נכס בודד כמקור לשירות התחייבויותיה הינה סיכון אשראי מהותי בדירוג, ולכן בחברות אחזקה בכלל, ובחברות הנסמכות על נכס יחיד בפרט, יש לצפות לרמת נזילות גבוהה במיוחד. הערכת הנזילות נמדדת בין השאר לפי היחס בין המקורות הנזילים לבין החלויות השוטפות (קרן וריבית) וכן ביחס בין המקורות הנזילים לסך החוב הפיננסי. בבחינת המקורות הנזילים נבחנים שלוש שכבות של מקורות: השכבה העליונה כוללת נכסים פיננסיים נזילים (מזומנים והשקעות לז"ק). השכבה השנייה כוללת נכסים שוטפים אחרים (כגון מקדמות שניתנו, הלוואות לז"ק) והשכבה השלישית כוללת מסגרות אשראי בנקאיות. בבחינת המסגרות ניתן דגש למסגרות מחייבות ולאי-קיומן של מגבלות על ניצול המסגרות.

- גמישות פיננסית: דגש מיוחד ניתן למשקל המניות החופשיות משעבוד ביחס לגובה החוב הפיננסי ולצורכי שירות החוב. הגמישות הפיננסית מושפעת גם מהיכולת האפקטיבית לממש מניות בטווח זמן סביר או להכניס שותפים לשליטה. אנו מייחסים סיכון אשראי גבוה כאשר החברה נדרשת מצד הבנקים או ממנים אחרים לעמוד ביחס בטוחות לחוב הנגזר משווי השוק של המניות המוחזקות ("mark to market"). קיומה של מגבלה מסוג זה עלול להעמיס משקל כבד על הנזילות בתקופות של חולשה בשוק ההון.

חברות אחזקה בבנקים - מקרה פרטי

חברת אחזקה בבנק הינה מקרה פרטי של חברת אחזקה בנכס בודד. מחד, חברת אחזקה בבנק מאופיינת בנכס בסיס איכותי מאוד, כאשר בדרך כלל הפיקדונות מדורגים בחלק האיכותי ביותר של דרגת ההשקעה. מאידך, חוזקו של נכס הבסיס נשען בין השאר על רגולציה אינטנסיבית, אשר מגבילה את הסחירות של מניות גרעין השליטה וכן את יכולת חלוקת הדיבידנד מהבנק. על פי רוב, רמת המינוף של חברות האחזקה בבנקים הינה נמוכה יחסית, בין השאר בשל מגבלות המפקח על הבנקים. קבלת הדיבידנדים מהבנק נבחנת תחת רגישות חמורה יותר מזו של חברות המחזיקות בנכס תפעולי שאינו בנק. בחינה זו לוקחת בחשבון את מידת הלימות ההון של הבנק ביחס לדרישות המינימאליות. נקודת המוצא לדירוג החוב בחברת האחזקה בבנק הינו דירוג המנפיק של הבנק (ISSUER). קביעת פער הנוטשים בין דירוג המנפיק של הבנק לבין דירוג החוב בחברת האחזקה נשען על שיקולים דומים לאלו של חברות אחזקה בנכס בודד שאינן בנקאיות, בשילוב היבטים של רגולציה ובדגש חזק במיוחד על הנזילות נוכח המגבלות על הגמישות הפיננסית שהוזכרו לעיל.

להלן ריכוז הפרמטרים העיקריים בניתוח חברות אחזקה מסוג קונגלומרט או חברות השקעה ומשקלם בקביעת הדירוג הסופי. בהמשך מפורטים השיקולים העומדים בבסיס הפרמטרים השונים.

פרמטר	קטגוריה
דירוג משוכלל של החברות המוחזקות	איכות תיק האחזקות
פיזור וגיוון האחזקות	
בעלי מניות, מדיניות דיבידנד, אסטרטגיה עסקית ופיננסית, שקיפות ניהולית	בעלות ניהול ואסטרטגיה
רמת מינוף כיסוי תפעולי נזילות גמישות פיננסית	מיצוב פיננסי על בסיס ניתוח סולו

איכות תיק הנכסים

איכות תיק הנכסים מהווה מרכיב מרכזי בניתוח חברות אחזקה וכוללת שני מרכיבים עיקריים: איכות האשראי של המוחזקות ופיזור האחזקות.

איכות האשראי של המוחזקות גוזרת את איכות האשראי של הקבוצה כולה והינו כלי מרכזי בהערכת סיכוני האשראי של קונגלומרט ושל חברות אחזקה. פרמטר זה נמדד לפי הדירוג של כל אחת מאחזקות הליבה ומשקלה בשווי הנכסי של הקבוצה האחזקות ו/או בתרומה לתזרים. נדרש כי דירוג המוחזקות ייקח בחשבון את צורכי שירות החוב של החברה האם ואת התמריץ לדיבידנדים עבורה, וזאת על מנת שיישקף את עומס החוב בקבוצה כולה.

במסגרת זו בוחנים קיומן של אחזקות מהותיות בעלות חולשה פיננסית ואת מידת התמיכה הנדרשת בהן והשפעתה על התזרים של חברת האחזקות.

הפיזור של האחזקות נמדד לפי שיעורן של שלוש האחזקות העיקריות בתיק האחזקות הכולל. שיעור זה מחושב לפי חלקן של האחזקות בשווי הנכסי של חברת האחזקות או בתרומה לרווח/לתזרים המצרפי של הקונגלומרט. פיזור האחזקות נבחן גם על בסיס ענפי הפעילות השונים ואזורי הפעילות הגיאוגרפיים. ככל שהפיזור הענפי רחב יותר, הקורלציה בין המוחזקות חלשה יותר וכך גם הסבירות לפגיעה חמורה במקורות הדיבידנד ובשווי האחזקות.

אסטרטגיה, ניהול ובעלות

אסטרטגיה וניהול

הערכת האסטרטגיה העסקית והפיננסית של חברת האחזקות משלבת מרכיבים איכותיים וכמותיים הנבחנים על פי רוב על בסיס ניסיון העבר (Track Record) של החברה, הנהלתה ובעלי השליטה בה. בצד האיכותי אנו בוחנים את תיאבון הסיכון של ההנהלה ושל בעלי המניות. במסגרת זו נבחנת דינאמיקת ההשקעות, מידת המיקוד עסקי ויכולת החברה להוציא אל הפועל החלטות אסטרטגיות ולעמוד בתחזיות. תיאבון הסיכון מוערך גם לפי ההיסטוריה של החברה בביצוע רכישות ומיזוגים ממונפים. בהקשר של קונגלומרט אנו בוחנים את מידת ההשפעה של החברה על המוחזקות ויכולתה לנתב את האסטרטגיה של הקבוצה. במקרים הרלוונטיים נבחנת יכולת החברה להשביח את תיק הנכסים



באמצעות מיזוגים ורכישות ומיצוי סינרגיות בין מוחזקות. אנו מעריכים את איכות הניהול של החברה ואת קיומם של אנשי מפתח בעלי ניסיון בתחומי הפעילות ויכולות פיתוח עסקי וכן את היציבות הניהולית.

בצד הכמותי, אנו בוחנים את המחויבות של החברה ובעלי המניות ליעדי מינוף שהוצבו, כחלק מהערכת השקיפות העסקית, ונכונותם לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות, דוגמת חלוקת דיבידנד, רכישה עצמית של מניות או רכישות ממונפות לבין האינטרסים של בעלי החוב, דוגמת הקטנת מינוף ו/או שמירה על יתרות נזילות גבוהות (גם במחירי של מימוש אחזקות או יתור על דיבידנדים) והזרמות הון (למשל בדרך של הנפקת זכויות או העמדת הלוואות בעלים).

אלמנט נוסף שנבדק הינו רמת המורכבות במבנה האחזקות במשולש שבין החברה, החברות המוחזקות ובעלי השליטה. האינדיקטורים לרמת מורכבות גבוהה כוללים: אחזקות צולבות על ידי חברות שונות בתוך הקבוצה, עסקאות משותפות בין חברות הקבוצה, עסקאות בין חברות הקבוצה לצדדים קשורים מחוץ לקבוצה ומימון צולב בין חברות הקבוצה לבין עצמן. ככל שעולה רמת המורכבות העסקית אנו מזהים הפרת איזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של בעלי החוב תוך עלייה בסיכון לבעלי החוב כתוצאה מהחשיפה של חברת האחזקות לסיכונים העסקיים והפיננסיים של מוחזקות ו/או של בעלי המניות. במקרים מסוימים נבחר לבחון את החברה על בסיס ניתוח פיננסי מאוחד ואף להעמיס על החברה חוב פיננסי של בעל מניות השליטה.

אנו מנסים לגבש את הערכתנו לגבי סיכון אירוע חריג ("event risk") המאפיין את החברה. סיכון אירוע חריג הינו ההסתברות לשינוי חד ופתאומי במאפייני סיכון האשראי נוכח אירוע מהותי ובלתי צפוי. בהקשר של חברות השקעה או קונגלומרטים על פי רוב נכללים בקטגוריה זו: מיזוגים או רכישות בהיקף משמעותי, שינוי מבנה אחזקות, גידול חד במינוף או חלוקת דיבידנד משמעותית. המשותף לאירועים מסוג זה הינו אלמנט ההפתעה וחוסר היכולת לחזות אותם.

מדיניות דיבידנד

אלמנט משמעותי נוסף בצד הכמותי הינו מדיניות חלוקת הדיבידנדים ומאפייניה. במקרים רבים לחברות האחזקה כלל לא קיימת מדיניות חלוקת דיבידנדים, ואם ישנה כזו על פי רוב היא כללית ביותר. בנוסף לבדיקה של שיעור החלוקה בפועל מתוך הרווח הנקי, אנו מקנים דגש לשיעור החלוקה ביחס לתזרים התפעולי נטו של החברה (הכנסות מדיבידנדים ומדמי ניהול בניכוי הוצאות מטה ובניכוי הוצאות מימון). פרמטר זה הינו בעל חשיבות מיוחדת בחברות השקעה ובחברות אחזקה בנכס בודד, אשר מאופיינות במרכיב מהותי של רווחי הון שאינם פרמננטיים.

להלן דוגמאות לרווחי הון נפוצים המהווים פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים אף שבדרך כלל אינם מגובים בתזרים:

בהתאם לכללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS) חברת אחזקות יכולה לבחור לשערך את אחזקותיה לשווי הוגן במקרה של שינוי בשליטה באחזקה (ירידה משליטה או עלייה לשליטה). במקרים בהם שווי האחזקה בספרים נמוך משמעותית מהשווי ההוגן, המשמעות הינה הכרה ברווח חשבונאי שעשוי להיות מהותי ביותר ומהווה פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים ואינו מגובה במזומנים.	רווח הון משערוך אחזקות
נובע מהתאמות תקופתיות לשווי הוגן של נדל"ן להשקעה בהתאם לכללי החשבונאות הבינלאומיים. רווחים אלו עשויים לנבוע מנדל"ן שבבעלות ישירה של החברה או מאחזקותיה בתחום הנדל"ן שמשתרשים ליתרת העודפים של החברה ומהווים פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים שאינה מגובה במזומנים.	רווח הון משערוך נדל"ן להשקעה
במקרים בהם לחברה תיק ני"ע זמין למכירה דרך רווח והפסד השינויים בשווי ההוגן של התיק נזקפים ליתרת העודפים ומהווים פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים שאינה מגובה בהכרח במזומנים.	רווחי הון מני"ע
בשונה מהמקרים לעיל, מימוש אחזקות דווקא מגובה בתזרים מזומנים מהמכירה. ואולם, המשמעות הכלכלית של המהלך הינה הקדמת רווחים ותזרימים מתמשכים מהאחזקה לכדי רווח ותזרים חד-פעמי גבוה. יש לתת את הדעת לפוטנציאל חלוקת הדיבידנד מתוך הרווח והתזרים מהמכירה והשלכת המכירה על יחסי הכיסוי התזרימיים השוטפים של החברה ממועד המכירה ואילך.	רווח הון ממימוש אחזקות

בעלי מניות

בבחינת מקומו של בעל מניות השליטה בהערכת סיכוני האשראי של חברת האחזקות אנו בוחנים את תרומתו לאסטרטגיה העסקית והפיננסית ואת מידת התלות בו בפיתוח העסקי כמו גם את איתנותו הפיננסית. במובן זה בחינת בעלי המניות אינה שונה מזו שמתבצעת לכל סוג של חברה מדורגת, לא רק חברת אחזקות. ואולם, מאפייני הפעילות של חברת האחזקות מקנים לה לכאורה גמישות גבוהה להעברת מקורות לבעל המניות, נוכח מבנה הפעילות המבוזר. הצורך בהערכת האיתנות הפיננסית של בעל השליטה נגזר בעיקר מהצורך להעריך את הסיכון במשיכת דיבידנדים חריגים מהחברה ו/או בהוצאות כספים בדרכים אחרות (דרך נפוצה נוספת הינה עסקאות עם צדדים קשורים לבעל המניות). מיצוב פיננסי נמוך של בעל השליטה, לרבות מינוף גבוה, נזילות נמוכה או אחזקות נוספות חלשות מהווה גורם סיכון בדירוג החברה גם בהיבט של גמישות פיננסית ונגישות לשוקי ההון, אשר בדרך כלל מושפעות לשלילה ממיצוב חלש זה. בחלק מהמקרים לא ניתן להתחקות אחר הנתונים הפיננסיים של בעל המניות על בסיס מידע ציבורי. במקרה זה אנו נדרשים לקבל מידע פנימי מבעל המניות בחברה או להתבסס על הערכות ואומדנים משלנו.

מיצוב פיננסי

הקו המנחה בניתוח הפיננסי של חברת אחזקות הינה מידת הזיקה הפיננסית בין החברה למוחזקות. מאפיין זה גוזר את בסיס המדידה של היחסים הפיננסיים ואת היחסים המרכזיים הקובעים את "גבולות הגזרה" של הדירוג. ככל שזיקה זו חזקה יותר, הנטייה היא לבחון את החברה על בסיס נתונים פיננסיים מאוחדים, וככל שזו חלשה יותר הנטייה היא לבחון את החברה על בסיס סולו. מידת הזיקה הפיננסית אינה חד-משמעית ולעיתים קיים קושי לאפיין אותה. בין האינדיקטורים המסייעים בכך:

זיקה פיננסית חלשה:	זיקה פיננסית חזקה:
- היעדר ערבויות בין החברה למוחזקות ובין המוחזקות, העדר מסורת של תמיכה בעיתות משבר בעבר; - שיעור אחזקה נמוך במוחזקות / בתהליך הקטנה המוחזקות הן חברות ציבוריות/מדווחות; - מנגנונים המחלישים זיקה, דוגמת הגבלת דיבידנדים ומשיכות כספים;	- ערבות של החברה האם להתחייבויות של אחת או יותר מהמוחזקות; - היסטוריה המציגה תמיכה במוחזקות בעת הצורך; - קיומן של יתרות חובה /זכות או הלוואות בין-חברתיות; - השקעות משותפות לחברה ולמוחזקות או בין המוחזקות; - ערבות של החברה הבת להתחייבויות האם (דוגמת גיוס מקורות ע"י האם בערבות הבת במנגנון "back to back")

להלן ריכוז הגישה המתודולוגית של מידרוג לבחינת האיתנות הפיננסית של חברות אחזקה מסוגים שונים:

חברת השקעות	קונגלומרט	קבוצת חברות תפעולית	בסיס המדידה
בחינה של החברה סולו בתוספת אחזקות בחברות מטה בבעלות מלאה ("סולו מורחב")	בחינת יחסים פיננסיים על בסיס מאוחד תוך ביצוע התאמות לדוחות המאוחדים ועל בסיס סולו	בחינת יחסים פיננסיים בהתאם למתודולוגיה של קו העסקים המוביל על בסיס ניתוח מאוחד	
-	Debt/ EBITDA Debt / FFO EBITA/ Finance Exp Debt/Cap		יחסים פיננסיים מובילים על בסיס מאוחד
Dividends CF /Net operating+ Finance exp. Net Debt / Assets Value (LTV) Liquid balance / Debt Liquid balance / Debt maturities			יחסים פיננסיים עיקריים על בסיס סולו

בניתוח דוחות כספיים מאוחדים של קבוצת חברות תפעולית או קונגלומרט יש לתת את הדעת למרכיבי האיחוד הכספי ולהטיות שהם עשויים ליצור בניתוח המאוחד - להלן רשימה חלקית:

- איחוד יחסי / איחוד מלא: במקרים מסוימים עשויה חברת האחזקות לערוך איחוד מלא של חברה כלולה שהיא מחזיקה בה שיעורים נמוכים יחסית (51% למשל או אף מתחת ל-50% במקרים מסוימים). במידה והמתאחדת מאופיינת ביחסים בולטים לטובה או לרעה, יש בכך להטות את היחסים המאוחדים.

- תחומי פעילות בעלי מאפיינים פיננסיים שונים: קונגלומרט עשוי לאחד חברות מתחום הנדל"ן עם חברות מתחום הביטוח והפיננסים וחברות תפעוליות (תעשייה/סחר/קמעונאות). היחסים הפיננסיים המאפיינים סוגי פעילויות אלו שונים בתכלית. במקרים מסוימים יש להפריד את מדידת היחסים בין המגזרים השונים.
- חברות ייעודיות לא מאוחדות - במקרים מסוימים אחזקה בפעילות נעשית על ידי החברה ביחד עם שותפים באמצעות חברה ייעודית (SPV/SPC) שנרשמת על בסיס שווי מאזני (אקוויטי). יש לאתר חברות מסוג זה ולנתח את הצורך לאחד את חלקה של החברה בפעילות זו באופן יחסי.
- ניתוח סולו: בכל מקרה של ניתוח קונגלומרט יש לבדוק את הנזילות ויכולת שירות החוב גם על בסיס סולו. יש למפות את יצרניות המזומנים בקבוצה ולנתח את יכולתן להעלות כספים לחברה האם, בהתחשב בצורכי השקעה ומימון של החברות, עודפים לחלוקה ומגבלות מימוניות על חלוקה (ראה הרחבה גם בפרק הנזילות).

יחסי כיסוי ומינוף

בניתוח יחסים פיננסיים על בסיס סולו אנו מדגישים שלושה יחסים עיקריים:

- יחס המינוף - חישוב היחס דורש לקבוע את שווי האחזקות. קביעה זו מהווה אתגר במקרים רבים, ובפרט: כאשר החברות הינן פרטיות ואין עבורן הערכת שווי עדכנית, אלא שווי ספרים בלבד, שעשוי להיות שונה משמעותית מהשווי הכלכלי; כאשר הערכת השווי הכלכלי שונה משמעותית משווי הספרים או משווי השוק; כאשר שווי השוק נמוך או גבוה באופן משמעותי משווי הספרים ובתקופות של משבר כלכלי כאשר שווי השוק צונח באופן חד ביחס לממוצע העבר. ברירת המחדל שלנו הינה להישען על שווי השוק בפרק זמן המייצג את השווי לטווח הארוך, אלא אם ארע שינוי מהותי בחברה המוחזקת. כאשר נסמכים על הערכות שווי אנו נוהגים לבצע בחינות רגישות. ככלל, חברות בדרגת השקעה גבוהה נדרשות להציג לאורך זמן יחס מינוף שאינו עולה על 40%. חברות בדרגת השקעה אמצעית נדרשות להציג לאורך זמן יחס מינוף בטווח שבין 40%-65%. חברות בדרגת השקעה נמוכה וספקולטיבית מציגות לאורך זמן יחס מינוף גבוה מ-65% ואף למעלה מ-100%. יחס הכיסוי החציוני של חברות אחזקה המדורגות במידרוג בדרגת השקעה אמצעית (קבוצת A) עומד על כ-60% לפי יחס מייצג ועל כ-66% לפי שווי שוק ספוט. חברות אחזקה בדרגת השקעה נמוכה עד ספקולטיבית מאופיינות ביחס מינוף חציוני של 70%-90%, בהתאמה. להערכתנו, רמת המינוף של חלק מחברות האחזקה עלתה במידה משמעותית, מצב שבא לידי ביטוי בשיעור גבוה של אופק שלילי לדירוג.

- יחס כיסוי ריבית: יחס זה בודק את המידה בה הדיבידנדים ודמי הניהול מהמוחזקות מכסים את ההוצאות השוטפות של חברת האחזקות, שהינן בעיקר הוצאות המטה והמימון. בחישוב היחס יש לנתח את הדיבידנדים שהתקבלו בעבר ולהעריך באיזו מידה הם מייצגים גם את הטווח הבינוני והארוך. במידת הצורך יש צורך לנטרל דיבידנדים חריגים. יחס כיסוי הריבית הנדרש לחברות בדרגת השקעה גבוהה הינו מעל 3.0. בדרגת השקעה אמצעית נדרש יחס שבין 1.0-3.0 ואילו בדרגת ההשקעה הנמוכה והספקולטיבית מאופיינת ביחס נמוך מ-1.0. יש לציין כי היחסים שמציגות חברות האחזקה המדורגות במידרוג חלשים יחסית (יחס כיסוי ריבית ממוצע של 1.4 יחס כיסוי ריבית חציוני של 1.0). בולטות לטובה בפרמטר זה הן חברות אחזקה בנכס בענף התקשורת, המציגות יחס של 2.0-3.0. חברות הקונגלומרט וההשקעה המדורגות בדרגת השקעה אמצעית מציגות יחס ממוצע של 1.0. כיסוי ריבית חלש, יכול שיתקזז עם מרכיב גבוה של נכסים בלתי משועבדים או נזילות טובה במיוחד.

- יתרות נזילות: בהערכת הנזילות יש להתייחס למדיניות החברה לשמירה על יתרות נזילות לאורך זמן. על פי רוב אנו נצפה כי יתרות הנזילות לא יפחתו משיעור של 10% מהחוב הפיננסי וכי יתרות הנזילות יכסו לפחות את תשלומי הקרן והריבית לשנה הקרובה, מבלי להתחשב בתזרימים שעתידיה החברה לקבל מהמוחזקות. חברות בולטות לטובה מבין החברות המדורגות אצלנו מחזיקות 20%-30% מהחוב בתיק נזיל, המכסה את חלויות הקרן והריבית לפחות פעמיים. במרבית החברות היחסים נמוכים יותר (15%-10% כיסוי חוב ו-1.0-2.0 כיסוי חלויות).

נזילות וגמישות פיננסית

נזילות וגמישות פיננסיות הן גורמי מפתח קריטיים בהערכת סיכוני אשראי של חברות אחזקה, ובפרט "חברות השקעה" וחברות אחזקה בנכס בודד. בעיתות של משבר בשווקים הפיננסיים אנו שמים דגש נרחב על רמת הנזילות ויכולות מיחזור החוב בשוק ההון ובמערכת הבנקאית. בבחינת פרמטר זה אנו מדגשים את המרכיבים הבאים:

מרכיב בנזילות ובגמישות פיננסית	דגשים
לוח הסילוקין של התחייבויות החברה ועומס פירעונות ביחס ליתרות הנזילות	פירעונות גבוהים באופן חריג (bullet), מפל קדימויות בין סוגי החוב השונים
מדיניות לשמירה על אמצעים נזילים לאורך זמן	בחינת יתרות לאורך השנים האחרונות וקבלת התייחסות ההנהלה למחויבות על הנזילות בעתיד
היקף נכסים בלתי משועבדים ושיעורם ביחס לחוב	חיזוק משמעותי לנזילות ולגמישות הפיננסית. נבדקים איכות הנכסים, סחירותם ומידת המגבלות על שעבודם (למשל מכוח רגולציה)
מידת ההשפעה על מדיניות הדיבידנד של החברות המוחזקות	נבחן לפי שיעור השליטה, מגבלות רגולטוריות, מדיניות דיבידנד של המוחזקות, מגבלות רגולטוריות על חלוקה ומגבלות מכוח אמות מידה פיננסיות
אמות מידה פיננסיות	מידת המרחק מהמגבלות הקיימות. קיום מנגנון "mark to market" מחליש את הנזילות.
יכולת מחזור חוב בשוק האג"ח	תשואות גבוהות בגין אגרות החוב פועל יוצא בין השאר של מגמות שליליות בשווקי הון פוגעים באופן משמעותי בנגישות של החברה למקורות מימון
מגבלות קבוצת לווים	מידת הנגישות של החברה למערכת הבנקאית בהתחשב בין השאר בחשיפה של המערכת לקבוצה כולה.



דו"ח מספר: CSR011211000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

מידרוג איננה מחויבת ואיננה כבולה באמור במסמך זה, אשר נכתב כהנחיה כללית ואין באמור בו כדי להוות חלק מהמתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור במסמך ולשנות את עמדתה לגבי האמור בו בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור במסמך כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.