



דירוג חברות קמעונאות

דוח מתודולוגי | מאי 2016

אנשי קשר:

עו"ד יונתן אוחנה, אנליסט

yonatano@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות ומוסדות פיננסיים

i.sigal@midroog.co.il

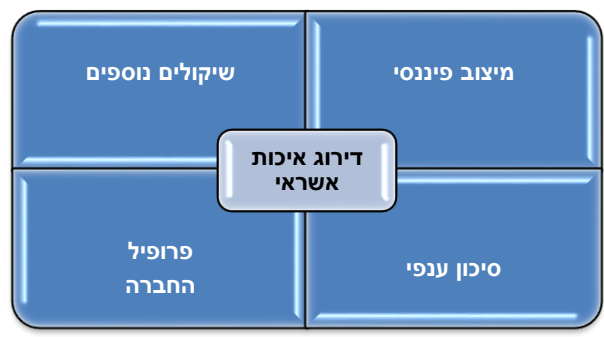
מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הקמעונאות ("הענף"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי חברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים 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 מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפותם מראש.

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

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם באוגוסט 2010. אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה לחדד את התייחסותנו לפרמטרים ולשיקולים העיקריים הנבחנים במסגרת דירוג חברות בענף הקמעונאות. יציין, כי השיקולים לנושא התאמות חכירה תפעולית, אשר הוצגו בעבר כנספח לדוח המתודולוגי הקודם, מוצגים בדוח מתודולוגי לנושא התאמות חכירה שפורסם בדצמבר 2015. כמו כן, בוצעו בדוח המתודולוגי שפורסם באוגוסט 2010, שינויי עריכה, לרבות מבנה הדוח.

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 וחסימי הכניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. מרכיב נוסף המשפיע על הדירוג הינו, הפרופיל העסקי 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. רווחיות החברה נגזרת ממאפייני הענף ומהפרופיל העסקי של החברה, ומהווה אף היא פרמטר משמעותי בדירוג. הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי של החברה, הכולל את רמת המינוף, יחסי הכיסוי, איכות מקורות התזרים, וכן נזילותה וגמישותה הפיננסית. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה



העסקית של החברה ומהמדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת החברה. קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול, מדיניות ניהול הסיכונים, בעלי המניות ופוטנציאל להתממשות אירוע סיכון (Event Risk).

ענף הקמעונאות

מידרוג מגדירה את ענף הקמעונאות כמכיל תאגידים אשר פעילות הליבה שלהם היא מכירה של מוצרים פיזיים ללקוחות שהינם בעיקר צרכני קצה פרטיים. מכירה לסוחרים זעירים אף היא עולה בגדר מכירה קמעונאית. הסחורה הקמעונאית היא בעיקרה מוצר פיזי, הגם שחברות רבות בענף מציעות שירותים כגון שירותי מימון או שירותי אחזקה ואחריות כשירותים משלימים. תדירות הרכישה משתנה באופן רחב למדי, החל מרכישה יומיומית בקמעונאיות המזון ובקמעונאיות הדלקים וכלה ברכישת מוצרי חשמל הנעשית אחת לכמה שנים. ערוץ המכירה העיקרי בענף הקמעונאות בישראל הינו עדיין מכירה "קלאסית" בחנויות, אולם המתודולוגיה מכסה גם ערוצי מכירות נוספים ומכירה מקוונת בפרט. מעבר לקווים המשותפים כדלעיל, ענף הקמעונאות הינו ענף מגוון, המכיל קבוצה רחבה של תאגידים הפועלים בתחומי פעילות שונים זה מזה, מבחינת סל המוצרים (למשל, מזון, דלקים, מוצרי חשמל, מוצרים לבית, הלבשה והנעלה, מוצרי היגיינה ופארמה ועוד), מבחינת המודל העסקי - מפיצים "טהורים" לצד חברות המאופיינות באינטגרציה אנכית המפעילות תשתית ייצור ומוכרות את מרכולתן באופן ישיר ללקוחות הקצה, ומבחינת ערוצי ההפצה - מכירה באמצעות רשת חנויות, מכירה מקוונת ברשת האינטרנט ועוד. בהתאם, החברות הפועלות בענף הן בעלות מאפיינים תפעוליים ופיננסיים שונים ומגוונים וחשופות לסיכונים מגוונים ובעצימות משתנה.

מאפייני ענף הפעילות

ענף הקמעונאות נושא להערכתנו מידת סיכון עסקי מגוונת הנגזרת במידה רבה ממאפייני סל המוצרים של הקמעונאי הגוזרים את החשיפה למחזוריות הכלכלית, לשינויים בטעמי הלקוחות ולערך המלאי. רשתות קמעונאיות מאופיינות בהיקף משמעותי של הוצאות קבועות (בעיקר הוצאות שכירות, תחזוקת סניפים ואנשי מכירה) המכבידות על הרווח ועל תזרימי המזומנים בעיתות האטה. ההשקעות ההוניות בענף כוללות הקמה ותחזוקה של נקודות מכירה, מחסנים ומרכזים לוגיסטיים. צרכים אלו דורשים לעיתים מימון בחוב והגדלת המינוף. מנגד, רשתות שיווק נהנות מתנאי תשלום קצרים מצד הלקוחות המקלים על מימון ההון החוזר ועל התרחבות. רמת התחרות מהווה אף היא פרמטר מרכזי בניתוח הענף, והיא משתנה מענף לענף בהתאם לחסמי הכניסה ורמת הריכוזיות.

יציבות הביקוש לסל המוצרים של הקמעונאי

הערכת הסיכון העסקי מתייחסת למידת התנודתיות הצפויה בהכנסות ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ביחס למאפיינים הבאים של הענף הקמעונאי: (1) **חשיפה למחזוריות כלכלית:** מידרוג מעריכה כי ענף הקמעונאות חשוף למחזוריות הכלכלית במידה גבוהה יחסית, ובייחוד למשתנים מאקר-כלכליים המשפיעים על היקף הצריכה הפרטית, כמו שיעור האבטלה ורמת ההכנסה הפנויה. כמו כן, עבור חלק מן המוצרים הביקוש עשוי להיות מושפע מהיקף הפעילות בתחום הנדל"ן למגורים. מידת החשיפה למחזוריות הכלכלית נגזרת מאופי המוצר. ככל שהמוצר בסיסי ומצוי בשימוש יומיומי, מידת החשיפה למחזוריות הכלכלית פחותה. כאלו הם מוצרים בעלי תחלופה מהירה כגון מזון, דלק ומוצרי היגיינה. ככל שהמוצר מאופיין כ"מותרות" (כגון צעצועים, אופנה ומוצרי טכנולוגיה) יש להניח כי בתקופות של עלייה (או חשש מעלייה) בשיעור האבטלה הצרכנים יפחיתו רכישות של מוצרים מסוג זה. מאפיין דומה ניתן לקשור למוצרים שרכישתם מהווה הוצאה גבוהה יחסית המתבצעת אחת למספר שנים - כגון רהיטים, מוצרי חשמל וכד', כאשר בתקופות של ירידה בהכנסה הפנויה או חשש מירידה בהכנסה הפנויה, צרכנים יעדיפו לדחות רכישות מסוג זה. (2) **שינוי טעמי הלקוחות והתיישנות מוצרים:** מוצרים ייחודיים (כגון מוצרי אופנה, רכבי יוקרה) או מוצרים עתירי טכנולוגיה חשופים ביתר שאת



לשינויים בהעדפות ובטעמי הצרכנים וכן לשינויים טכנולוגיים היוצרים אצל הקמעונאי סיכון לירידה בביקוש ולערך המלאי. ככל שהמוצרים מאופיינים במחזור מלאי מהיר יותר ושינוי טעמים נמוך יותר (כגון דלק, מזון ומוצרי היגיינה) כך פוחת הסיכון העסקי, ולהפך. **(3) עונתיות:** סגמנטים מסוימים בתחום הצריכה הפרטית והקמעונאות בפרט מאופיינים בעונתיות גבוהה, בהתאם לעונות השנה, חגים או אירועים מיוחדים (כגון חופשות, חזרה ללימודים וכד'). זאת, בהשוואה לסגמנטים הפועלים בעצמות דומה לאורך השנה (כגון קמעונאות דלקים). עונתיות גבוהה מקבלת ביטוי בריכוזיות של ההכנסות והרווח על פני רבעון אחד או שני רבעונים בשנה ומגבירה את פרופיל הסיכון של הפעילות שכן היא חושפת את הקמעונאי ל"הפסד העונה" ככל שלא נערך מראש לעונת המכירות או ככל שאירעו אירועים בלתי צפויים.

סביבה תחרותית

ככלל, ענף הקמעונאות מאופיין ברמת תחרות גבוהה הנובעת מחסמי כניסה שאינם גבוהים. הדבר נובע, בין השאר, מביזור גבוה של השחקנים במרבית הסגמנטים הקמעונאיים, לצד יכולת התרחבות מהירה יחסית באמצעות פתיחת חנויות וצרכי הון חוזר נמוכים. רגולציה בתחום ההגבלים העסקיים מגבילה את ההתרחבות של רשתות קמעונאיות גדולות ומורידה את עוצמת חסמי הכניסה. חסמי הכניסה העיקריים בענף הם ההשקעה הראשונית הדרושה לפתיחת סניפים וההשקעה בבניית מותג. חסמי המעבר מוערכים על ידנו אף הם כנמוכים ותורמים לסיכון הענפי, במיוחד בתחום המוצרים הבסיסיים ועבור רשתות קמעונאיות אשר מוכרות מוצרים הנמכרים בחנויות ופורמטים נוספים (למשל, רשתות הכלבו, תחום קמעונאות המזון).

גורמים אקסוגניים

חשיפה של הקמעונאי לגורמים אקסוגניים כגון שער חליפין (דוגמת קמעונאיות האופנה המייבאות מוצרים מחו"ל) או מחירי סחורות בסיס (דוגמת קמעונאיות הדלקים) מעלה את פרופיל הסיכון העסקי. השפעת החשיפה האמורה מתגברת ככל שהערך המוסף הגלום במוצר נמוך יותר.

מיצובה העסקי של החברה

חלק זה דן בהערכתנו את המיצוב העסקי של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות וביחס לענף. הפרמטרים הנבחנים כוללים את היקף הפעילות של הקמעונאי, איכות פריסת הרשת הקמעונאית, חוזק המותג הקמעונאי, איכות הצעת הערך הקמעונאית ותרגומה לתמהיל סל המוצרים, תמחור, נראות החנויות ושרשרת האספקה. המיצוב העסקי של החברה ויכולתה הניהולית והתפעולית להוציא אל הפועל את הצעת הערך הקמעונאית הינם מרכיבים המשפיעים על יכולת הצמיחה הפנימית של הרשת, על יעילותה התפעולית ועל רווחיותה.

גודל הפעילות: פרמטר זה נמדד על ידנו באמצעות היקף ההכנסות ומספר הסניפים. ההתחשבות במספר הסניפים נועדה לגשר על פערים בהיקף ההכנסות הנובעים ממוצרים בעלי מאפיינים שונים (מוצרי מזון לעומת מוצרי חשמל, למשל) ולצורך זאת אנו גם מתייחסים לנתח השוק כמבטא את הגודל היחסי בסגמנט הפעילות. גודל הפעילות עשוי להצביע על יכולת להגיב בצורה עצמאית ונוחה יותר למגמות בשוק, כוח קנייה חזק יותר אצל הספקים ואצל משכירי שטחי המכירה, על פיזור עסקי טוב יותר וכן הוא עשוי לתרום היכן שקיים יתרון לגודל במבנה העלויות.

פריסת הרשת ומאפייניה: מידת הפריסה הגיאוגרפית מהווה מדד לגודל ולבסיס הלקוחות הקיים והפוטנציאלי של הקמעונאי. עבור תחומי פעילות רבים בענף הקמעונאות, בדגש על תחומים שעניינים מכירת מוצרים יומיומיים שצרכנים רוכשים סמוך לבית (מזון, דלקים, אופנה), פריסה גיאוגרפית מהווה תנאי הכרחי להגדלת מחזור ההכנסות והרחבת בסיס הלקוחות. אנו נבחן גם את יעילות הפריסה ואת המידה שבה פריסת הרשת משרתת את הצעת הערך של הקמעונאי בהתאם למודל העסקי שלו. למשל, פריסה בקניונים אל מול פריסה במרכזי קניות פתוחים, פריסה במרכזי ערים לעומת אזורי מסחר ותעשייה או פריסה במרכז הארץ לעומת פריסה באזורים פריפריאליים.



חוזק מותג: חוזק מותג מוגדר על ידנו כגורם אשר מניע לקוחות לרכישת מוצרי הקמעונאי ומקנה לו ערך מוסף בהשוואה למוצרים אחרים. הערך המוסף האמור תורם לחסמי מעבר גבוהים יותר ולנאמנות לקוחות, ועשוי לאפשר לקמעונאי לגבות פרמיה על מוצריו. כך, מותג חזק עשוי להיתרגם לשיעורי רווחיות גבוהים בהשוואה למתחרים שאינם מחזיקים במותג חזק ולשפר את יכולת הקמעונאי להתמודד עם משברים ותקופות האטה. חוזק המותג נבחן באמצעות צמיחת המכירות הפנימיות לאורך המחזור הכלכלי ושיעור הרווח הגולמי לאורך זמן בהשוואה למתחרים, כגורמים המעידים על חוזק הרשת ונאמנות הלקוחות.

איכות הניהול והביצוע: יכולתו של הקמעונאי לספק ללקוחותיו את מגוון המוצרים, רמת המחירים ורמת השירות העונים על הצעת הערך של הקמעונאי, נבחנת בתנועת הלקוחות ובנאמנותם לרשת. המדדים הזמינים ביותר לאמוד פרמטר זה הם מדדי המכירות של הרשת, כגון רמת הפדיון למ"ר או הפדיון החדשי לחנות ושיעור הצמיחה במכירות חנויות זהות הפועלות מעל לשנה (Same Stores Sales). הרעה במדדי המכירות עשויה להצביע על שחיקה במעמדו העסקי של הקמעונאי, על התגברות התחרות או על התרחבות לא מבוקרת של הרשת - אלו עתידים במהרה לפגוע ברווחיותו של הקמעונאי. מדדי מכירות גבוהים ביחס לקבוצת השוואה ובכלל עשויים להצביע על יתרונות יחסיים ולהיתרגם לרווחיות עודפת, אלא שיש לוודא את מידת ההמשכיות של מדדי המכירות והיכולת לשמרם. אנו נבחן את התפתחות מדדי המכירות בעבר, לאורך תקופות האטה, ונעריך את המגמות העתידיות בטווח הקצר והבינוני. יודגש, כי שיעור הצמיחה במכירות חנויות זהות ומכירות למ"ר הינם נתונים ניהוליים ולא חשבונאיים, ואנו נסתמך עליהם ככל שאלו יהיו זמינים מצד המנפיק ושאר המתחרים בענף. כמו כן, השוואת נתונים אלו תביא בחשבון את אופן החישוב של הנתונים האמורים על-ידי חברות שונות. מדדים איכותניים נוספים אשר נלקחים בחשבון בהערכת איכות הניהול והביצוע הינם יכולתו של הקמעונאי לעקוב ולחזות את טעמיהם המשתנים של הלקוחות ולהגיב במהירות לשינויים שכאלו (Speed to Market), יכולתו של הקמעונאי להציע ללקוח הצעת ערך עקבית מבחינת מחיר ואיכות, היכולת להיערך ולספק תמהיל מוצרים מתאים מבחינת מחיר ומגוון בתקופות מכירה מרכזיות, מספר ימי המלאי ויעילות שרשרת האספקה.

צמיחה אורגנית מול התרחבות: רשתות קמעונאיות מאופיינות בצמיחה באמצעות הגדלת מספר הסניפים לצורך חדירה לאזורים חדשים וכן לצורך הרחבת הפעילות באזורים קיימים או לצורך הרחבת סל המותגים. התמריצים להרחבת הרשת גבוהים - חסמי כניסה נמוכים יחסית, נגישות למימון מצד ספקים והקושי לייצר צמיחה אורגנית בסניפים קיימים. לעיתים, התרחבות זו נעשית גם תוך "הקרבת" שיעורי הרווחיות ומעמידה אתגרים ניהוליים משמעותיים. צמיחה אורגנית, לעומת זאת, מתרגמת בצורה מהירה וטובה יותר לשורת הרווח, ומעידה על חוזק הרשת הקמעונאית. אמנם רשת קמעונאית לא יכולה לבסס את צמיחתה רק על צמיחת המכירות בחנויות זהות, שכן עליה לחדור גם לטריטוריות חדשות ומתפתחות, אולם ככל שהצמיחה האורגנית חיובית ומשמעותית, היא עשויה לשמש תמיכה להתרחבות בסניפים. המדד המרכזי להערכת איכות הצמיחה הוא הצמיחה במכירות בחנויות זהות ובמכירות למ"ר.

ערוץ מכירה דיגיטלי: היקף המכירות המקוונות בישראל נמצא בעלייה, כאשר בארה"ב המגמה בולטת יותר, ומהווה אתגר עבור הרשתות הקמעונאיות וערוצי המכירה המסורתיים. להערכתנו, קיומו של ערוץ מכירות מקוון עשוי להוות יתרון תחרותי בתחומי קמעונאות מסוימים. ככל שהמסחר המקוון ימשיך להתפתח ויהפוך לרכיב מרכזי בפעילות הקמעונאית - הן מבחינת תפעולית והן מבחינת השיווק וחוזק המותג - קיומה של נוכחות מקוונת תהפוך משמעותית יותר ותזכה למשקל גדול יותר במסגרת הערכת מיצובו העסקי של הקמעונאי.

רווחיות ויציבות הרווחים

הרווחיות משקפת את מאפייני הענף והתחרות השוררת בו ואת היתרונות היחסיים של הקמעונאי, כגון חוזק המותג או חוזק הצעת הערך הקמעונאית, יעילות תפעולית, בעלות על נכסים אסטרטגיים וכוח המיקוח של הקמעונאי מול הספקים.



כמו כן, הרווחיות עשויה לשקף את מדיניות הצמיחה של הקמעונאי, כאשר התרחבות ופתיחת סניפים חדשים מובילות, לפי רוב, לשחיקה בשיעורי הרווחיות. אנו מביאים בחשבון כי לקמעונאים מרכיב מהותי של הוצאות תפעול קבועות, ובראשן דמי השכירות לחנויות, תחזוקת החנויות והוצאות מכירה. שיעורי רווחיות גבוהים עשויים לשמש כרית לספיגת הפסדים ולהקנות לקמעונאי יכולת להתמודד עם תקופות האטה או התרחבות המייצרות לחצים על מרווחי המכירה. מידת התנדוטיות של שיעורי הרווחיות ויציבות הרווחים מהוות אף הן מדד חשוב להערכת יעילותה הניהולית של החברה והיקף חשיפתה של החברה לגורמים אקסוגניים. מידרוג בוחנת את שיעורי הרווחיות ביחס לחברות מתחרות בסגמנט הפעילות או ביחס לסגמנטים בעלי מאפיינים דומים. **שיעור הרווח התפעולי להכנסות (EBIT%)** מהווה מדד מרכזי לבחינת הרווחיות בענף הקמעונאות. הרווח התפעולי נמדד כשהוא מנוטרל מהכנסות או הוצאות שאינן נובעות מהפעילות השוטפת או שהינן בעלות אופי חד-פעמי. שיעור הרווח התפעולי להכנסות מגלם הן את המרווח הקמעונאי כפי שהוא מתבטא ברווחיות הגולמית ($Gross\ profit\ margin\%$), המשקפת את מדיניות התמחור של הקמעונאי וחשיפתו למשתנים אקסוגניים (כגון שערי חליפין ומחירי סחורות), והן את יכולת ניהול המלאי, היעילות התפעולית וקיומם או היעדרם של יתרונות לגודל. אנו בוחנים גם יחסים משלימים המשקפים את מבנה העלויות של הקמעונאי, כגון שיעור הוצאות השכירות ביחס להכנסות וביחס לרווח הגולמי. שיעור הרווח נמדד לאורך זמן ובמבט לעתיד. בהערכת רווחיות הקמעונאי, אנו נתייחס לרוב לתרחיש בסיס אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הזמן הקצר והבינוני.

מיצוב פיננסי

מיצוב פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. המיצוב הפיננסי הינו בעל השפעה גם על גמישותה העסקית של החברה - חברה בעלת מיצוב פיננסי גבוה יכולה לנצל טוב יותר הזדמנויות שוק לצמיחה והתרחבות ולהתמודד טוב יותר עם משברים בשוק. המיצוב הפיננסי תלוי הן ברווחיות וביעילות החברה והן במדיניות הפיננסית שמובילה הנהלת החברה. צירוף שני נדבכים אלו קובע, לאורך זמן, את שיעור המינוף ויחסי הכיסוי של החברה, וגוזר את מידת הגמישות הפיננסית של החברה. המדיניות הפיננסית מתבטאת ונמדדת על בסיס מינוף מאזני ותזרימי המזומנים. אנו בוחנים את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי, צרכי ההשקעה ברכוש קבוע ובהון חוזר וכן את דרך המימון של רכישת פעילויות חדשות. מעבר לפרמטרים כמותיים אנו נותנים דגש לגורמים איכותניים כגון גיוון ערוצי המימון, מגבלות פיננסיות ועומס פירעונות.

רמת המינוף

במקרים רבים נמצא כי החוב אצל קמעונאים מממן בעיקר צרכי השקעה ברכוש קבוע ובהרחבת הרשת (רכישות ומיזוגים) או דיבידנדים לבעלי המניות. בדרך כלל, רמת ההון החוזר אצל קמעונאים נמוכה יחסית ואף שלילית, כל עוד קיימת צמיחה חיובית, שכן המכירה מתבצעת בעיקר במזומן או בכרטיסי אשראי. כאמור, ענף הקמעונאות מאופיין בצרכי השקעה ברכוש קבוע בהיקף לא מבוטל. במסגרת זאת, חנויות קיימות זקוקות לתחזוקה נאותה ולעיצוב מחדש על פי לוח זמנים קבוע, פתיחת חנויות חדשות לצורך הגדלת נתח השוק והגדלת הגיוון כרוכה אף היא בהשקעות הוניות, וכן נדרש הון לשם השקעה בשיפורים טכנולוגיים ולוגיסטיים. צרכי השקעה אלו מגבירים את דרישות החוב של הענף ומדגישים את חשיבות מיצוב הפיננסי של הקמעונאי ונגישותו למקורות מימון. במידה והמימון להשקעות אלו אינו יכול לנבוע ממקורות פנימיים (מקורות החברה מפעילות) - גובר הסיכון הפיננסי.

רמת המינוף של החברה נמדדת באמצעות **יחס החוב הפיננסי לסך המקורות ההוניים (חוב/קאפ)** הכוללים את החוב, ההון העצמי והתחייבות החברה למסים נדחים. בשונה מיחס כיסוי חוב לתזרים, יחס החוב הפיננסי לסך המקורות ההוניים הינו אינדיקטור יציב יותר הנתון בשליטת ההנהלה והדירקטוריון וככזה מאפשר תובנות על אסטרטגיית החברה לגבי רמת המינוף שלה לאורך הזמן.



לפירוט לגבי המתודולוגיה להתאמת החוב הפיננסי בקשר עם התחייבויות לחכירה תפעולית לזמן ארוך, אנו מפנים לדוח מתודולוגי בנושא המצוי באתר מידרוג¹.

תזרים מזומנים יחסי כיסוי

יחסי כיסוי החוב נועדו לבחון את היקף החוב הפיננסי ביחס למקורות הפנימיים של החברה, שאיכותם ויציבותם נאמדת באמצעות הערכת הסיכון הענפי והפרופיל העסקי כמתואר לעיל. אנו נוהגים להבחין בין תזרימים פרמננטיים לבין תזרימים המושפעים מפערי עיתוי ועונתיות (הון חוזר), כגון שינויים בתנאי אשראי ספקים ושינויים חדים במחירי סחורות. ככלל, יחסי כיסוי החוב מנטרלים תזרימים הנובעים מפערי עיתוי ותזרימים המוערכים על ידינו כחד-פעמיים. זאת, במטרה שנוכל להעריך את המקורות הפנימיים העתידיים הנמשכים של החברה מפעילות הליבה. באמידת יחסי כיסוי החוב, לרוב אנו נתייחס לתרחיש בסיס אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הזמן הקצר והבינוני.

חוב/EBITDA: מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התפעולי השוטף. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול גורמים מממנים ועל כן מעיד, במידה רבה, גם על גמישותה הפיננסית של החברה. בהערכת חוזק היחס אנו בוחנים את תנודתיות הרווח לאורך זמן על פני המחזור הכלכלי.

חוב/FFO (Funds From Operations): מבטא את מספר שנות החזר החוב מהמקורות מפעולות. ה-FFO מחושב מתוך התזרים מפעילות שוטפת ובניטרול שינויים בהון חוזר והתאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי. כמו כן, לצורך חישוב יחס הכיסוי הנ"ל אנו מנטרלים מה-FFO הכנסות או הוצאות חד-פעמיות (גם אם הן תזרימיות) על מנת שזה יבטא רווח מפעילות ליבה נמשכת, כך שלמעשה, ה-FFO מהווה גם מדד של רווח ולא רק מדד של תזרים. כמו כן, ה-FFO אינו מביא בחשבון השקעות הוניות וחלוקת דיבידנדים. יתרונו המרכזי של יחס הכיסוי הנ"ל הינו בכך שהוא משקף את מקורות החברה נטו (כלומר לאחר הוצאות מס ומימון) מפעילות הליבה הנמשכת.

EBIT/הוצאות מימון: יחס כיסוי הוצאות המימון הינו מדד ליכולת החברה להוסיף ולשאת בחוב הפיננסי או למחזר אותו והוא מעיד על גמישות פיננסית, בעיקר בחברות בדירוג בינוני-גבוה.

נוסף ליחסי הכיסוי האמורים, אנו בוחנים גם את היקפו האבסולוטי של ה-FFO ורגישותו לתנודתיות ברווח, עלייה בהוצאות המימון, הוצאות בלתי צפויות וכד'. בנוסף אנו בוחנים את היקף ה-FFO בניכוי השקעות הוניות לשימור הקיים (FFO-Capex) כמדד למקור השירוי השוטף של החברה לאחר השקעות בשימור גורמי ייצור ההכנסות.

עלייה בצרכי ההון החוזר גורעת מתזרים המזומנים של החברה ולעיתים כרוכה בהגדלת המימון והרעה בגמישות הפיננסית. התנודתיות בתזרים המזומנים הנובעת משינויים בהון החוזר, או משימושים ומקורות שאינם בפעילות הליבה של החברה נבחנת במסגרת ניתוח הנזילות של החברה.

נזילות

רמת הנזילות נמדדת בהיקף מקורותיה הנזילים של החברה, מייצור מזומנים וממקורות חיצוניים, ביחס לחלויות החוב. נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר של אלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. ניהול הנזילות, אשר הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה, מקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות. מקורות הנזילות בעלי האיכות הטובה ביותר כוללים:

¹ [התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, דצמבר 2015](#)



- יתרות נזילות חופשיות: בניית חוזק לוקחים בחשבון גם תיקי השקעות בהם קיימים נכסים נזילים סחירים דוגמת ני"ע (באחוזי הסתמכות מסוימים).
- תזרים חופשי מפעילות (Free Cash Flow): אנו בוחנים את התזרים החופשי של החברה הצפוי לשנה הקרובה הנובע מהפעילות השוטפת (כולל שינויים בהון החוזר), לאחר השקעות הוניות וחלוקת דיבידנדים ולפני פירעון החוב. תחזית התזרים החופשי הינה אומדן ליכולת החברה לצבור מזומנים ו/או להקטין חוב.
- מסגרות אשראי: אנו רואים בזמינות מסגרות אשראי בנקאיות פרמטר מרכזי בנזילות. אנו נראה בחיוב קיומן של מסגרות אשראי חתומות, פיזור של המסגרות הקיימות בין מספר בנקים והיסטוריית יחסים טובה של החברה עם הבנקים. בתוך כך, אנו בוחנים את עמידת החברה במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות, באופן שיתיר לה גמישות לעמוד בתנאי המימון גם בתקופות של היחלשות הרווח והתזרים. ריבוי אמות מידה פיננסיות ובפרט מרווח שאינו מספק (פחות מ-20%) מהווים גורמי סיכון אשראי.

גמישות פיננסית

פרמטר זה מבטא את נגישות החברה למקורות תזרים חיצוניים, שאינם מליבת הפעילות, הכוללים, בין השאר, מסגרות אשראי מבנקים, נכסים פנויים משעבוד או נכסים זמינים למכירה. לא כל מקורות הגמישות הפיננסית זהים באיכותם; הגמישות הפיננסית נמדדת, בין השאר, במידת הזמינות של המקור, עלותו לחברה, מידת השליטה של החברה על השגתו והמגבלות הכרוכות בכך.

גמישות פיננסית טובה מושגת על רמת מינוף מתונה ויחסי כיסוי מהירים יחסית, מסגרות אשראי בהיקף מספק ועמידה מספקת באמות מידה פיננסיות. היעדרם של אחד או יותר מאלה, עשוי להצביע על גמישות פיננסית פחות טובה ואף חלשה במקרים מסוימים.

במסגרת בחינת הגמישות הפיננסית אנו מתייחסים גם למדיניות חלוקת הדיבידנדים ולחץ הדיבידנדים מצד בעלי המניות, ככל שאנו מעריכים כי קיים כזה. בתוך כך, אנו בוחנים באיזו מידה מדיניות חלוקת הדיבידנדים עשויה להעמיס על מינוף החברה בראייה עתידית ולפגוע בגמישות הפיננסית.

שיקולים נוספים

- בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים איכותניים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושללולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. בקביעת הדירוג אנו מביאים בחשבון, בין היתר, את השיקולים הנוספים הבאים:
- **איכות ההנהלה והניהול:** ניסיון, כישורים ותיאבון לסיכון של ההנהלה הינם שיקול בדירוג האשראי של החברה. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והחברה נבחנת גם בהיבטים של שקיפות, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולת להוציא לפועל את תכנית העסקיות המשפיע על מידת סיכון הביצוע (Execution Risk).
 - **אסטרטגיה עסקית:** אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיה העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותכניתה לעתיד (ככל שרלוונטי).

- **מדיניות ניהול סיכונים:** אנו בוחנים את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכלל זאת, מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכוני שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
- **מדיניות פיננסית:** עפ"י גישת מידרוג, 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 בתנאי הסביבה 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 עשויים להביא לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:
 - **סיכון החלוקה** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין על ידי דיבידנדים ובין על ידי 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 פעילות החברה באמצעות השקעות הוניות (כגון השקעות באמצעי ייצור, בסניפים, במתקנים לוגיסטיים) 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, בביקושים ועוד.
 - **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 ועשויות להוביל לאימוץ מדיניות אגרסיבית.
- **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 לחברת האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך 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 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 במסמך זה, לרבות בפקס זה, 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 ולסיכויי 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 (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 סיכויי 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 סיכויי 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 מחירי 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 הדיון 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 כתוב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות 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 נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה 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 בדרך או פעולה אחרת שהדין אינו 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 ידה 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 בשקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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.