



מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים

דוח מתודולוגי | ספטמבר 2015

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אבי בן נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים על ידי חברות תפעוליות שאינן גופים פיננסיים (Non-financial Corporates) ואשר לענף הפעילות שלהן אין מתודולוגיית דירוג ספציפית. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות 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 והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים. 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 לצפותם מראש. 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.

המתודולוגיה המובאת בדוח זה מהווה בסיס לדירוג חברות תפעוליות שאינן גופים פיננסיים, וכוללת את הקווים המשותפים הרחבים ביותר לסוגים שונים של חברות ממגוון ענפים. בין הקווים המשותפים לחברות התפעוליות לגביהן מתייחסת מתודולוגיה זו, ניתן למנות: פעילות לאורך שרשרת ערך בענף מסוים (עיבוד חומרי גלם, ייצור תעשייתי, ייבוא ושיווק סיטונאי, שיווק קמעונאי / שיווק מוצרי צריכה / מתן שירותים לעסקים או ליחידים ועוד); החזקה ישירה באמצעי ייצור פיסיים או בלתי מוחשיים המהווים את המרכיב העיקרי בנכסים, כדוגמת רכוש קבוע, נדל"ן, רכוש בלתי-מוחשי (לרבות ידע, לקוחות או טכנולוגיה) והון אנושי; שליטה מלאה וישירה בפעילות וניהולה השוטף. נוסף על כך, מפרסמת מידרוג מעת לעת מתודולוגיות דירוג לענפים פרטניים בעלי אפיונים ייחודיים.

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, מגמות בענף, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת 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 להשפיע על שינוי הדירוגים הקיימים.



בבואנו להעריך את איכות האשראי של חברה, אנו בוחנים את מאפייני הענף בו היא פועלת ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, הרווחיות המאפיינת את הענף, רמת התחרות, חסמי כניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. דירוג החברה מושפע גם מפרופיל הסיכון העסקי של החברה בהיבטים של גודל, גיוון ופיזור עסקי וכן מיצוב ביחס לענף הפעילות. הערכת

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

הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של החברה ומיעילותה התפעולית. מעבר לכך, ישנה חשיבות למדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת החברה. ממדיניות זו נגזרים יחסי המינוף הנמישות העסקית והפיננסית ורמת הנזילות, המשפיעים רבות על דרגת סיכון האשראי. קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול ומדיניות ניהול הסיכונים, מדיניות פיננסית, בעלי המניות ופוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk).

מאפייני ענף הפעילות

לכל ענף פעילות קיימים מאפיינים ייחודיים משלו המשפיעים על מידת הסיכון הגלומה בו ועל סיכון האשראי של החברות הפועלות בו. ככל שהערך המוסף בשרשרת הייצור עולה, מצטמצמת רמת הסיכון בחלוקה הענפית, בד בבד עם צמצום החשיפה לתנודתיות חומרי הגלם, עלייה בחסמי הכניסה ושיפור בגמישות התמחיר. ככלל, מידרוג משקפת בדירוג את יציבות ביצועי הענף לאורך מחזוריות כלכלית. הסעיפים הבאים סוקרים את ההשפעות העיקריות על ציון הענף של חברה מדורגת:

- א. **יציבות ביקושים** - אנו נותנים דגש למאפייני הביקוש בענף. ביקושים קשיחים חסינים יותר למחזוריות כלכלית, לשינויים בטעמי הלקוחות ובמחירי המכירה ותורמים ליציבות ההכנסות והפעילות כולה וכן משפרים את גמישות המחיר של החברות בענף. מבנה ההכנסות בענף מהווה אלמנט נוסף ביציבות הביקושים: מרכיב גבוה של ביקושים חוזרים (האופייני למוצרים בסיסיים ומתכלים למשל) מקנה נראות טובה יותר להכנסות ולתזרים, לעומת מרכיב של הכנסות פרויקטאליות או השקעות מחזוריות.
- ב. **סביבה תפעולית** - אנו בוחנים את עמידות הפעילות בפני סיכונים אקסוגניים כגון מחזוריות כלכלית ותנאי מאקרו, תנאי סחר עולמיים, תמורות גיאופוליטיות ואירועי אקלים. בתוך כך נבחנים: השינוי ברמת התוצר במהלך מחזוריות כלכלית או בעקבות משבר כלכלי, תדירות המשברים בענף ומשך ההתאוששות מהם, מנגנוני הפיצוי וההגנה ועוד.
- ג. **מבנה התחרות וריכוזיות ענפית** - כנגזרת מגודל השוק הישראלי, קיימים ענפים בשוק המקומי בהם קיים מספר מועט של חברות דומיננטיות. מצב זה עשוי להיווצר כאשר קיימים חסמי כניסה גבוהים, יתרונות טכנולוגיים, מיתוג גבוה, נאמנות לקוחות, הסכמי בלעדיות, או מגבלות על ייבוא וסחר. תנאים מעין אלו משפיעים ישירות על רמת התחרות ועל הרווחיות המאפיינת את הענף. בענף בו קיימת תחרות גבוהה, בין השאר בשל חסמי כניסה נמוכים, ישנו לחץ מתמיד על מחירי המכירה וגמישות המחיר של החברה נחלשת.



- ד. **חסמי כניסה** - ככל שדרושות השקעות גבוהות יותר בציוד יצרני, באמצעים לוגיסטיים או במיתוג על מנת לחדור לענף כך ייחשב מעמדו מבוצר יותר וסיכון הענף נמוך יותר.
- ה. **רגולציה** - רגולציה מהווה גורם סיכון בהיותה גורם חיצוני אשר לעיתים לא ניתן לצפותו מראש. במקרים מסוימים לרגולציה השפעה מהותית על סביבת הפעילות הענפית. רגולציה יכולה לכלול פיקוח מחירים, מגבלות סחר וייבוא, השקעות גבוהות ועוד. במקרים רבים רפורמות רגולטוריות נעשות על מנת להנמיך חסמי כניסה ולעודד תחרות, להגן על מתחרים קטנים ובאופן כללי לשפר את העודף הצרכני.
- ו. **השקעות הוניות** - ענפים בהם נדרשות השקעות כספיות גבוהות באמצעי ייצור מאופיינים בחשיפה כספית גבוהה לסיכונים ביקוש, הנובעת מפערי עיתוי בין מועד ההחלטה על ההשקעה, מועד ביצועה ומועד הנבת תזרימי המזומנים. כמו כן, ענפים עתירי השקעות עלולים להיות מאופיינים בגמישות תפעולית נמוכה, המקשה עליהם להתאים את ההוצאות בתקופות של האטה בביקושים, ירידה במחירים או עלייה במחירי הייצור.

מיצוב עסקי

חלק זה דן במיצוב העסקי של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות וביחס לענף לרבות מאפיינים של גודל, פיזור עסקי, איכות נכסים ויתרונות יחסיים אחרים התורמים לכושר התחרות. ערך עודף זה עשוי לנבוע ממוניטין, בעלות על מותגים, בעלות על נכסים או תשתיות ייחודיים, נוכחות במיקומים מרכזיים, יעילות תפעולית, יכולות הפצה או שירות. המיצוב העסקי הינו מדד לכוח התחרותי של חברה למול קבוצת השוואה ויכולת השבת הרווחים לאורך זמן. לרוב, חברה בעלת מיצוב עסקי חזק תראה יציבות בהכנסותיה ורווחיות עדיפה. גודל ופיזור הולכים יד ביד. לרוב, חברות בעלות גודל והיקף פעילות רחב נוטות להיות בעלות גיוון עסקי על פני קטגוריות מוצר, גיאוגרפיות וסוגי נכסים. הפיזור מאפשר למתן השפעות שליליות בצד הביקוש או בצד ההיצע בשווקים מסוימים.

4

גודל וקנה מידה - נמדד לרוב באמצעות היקף ההכנסות והרווח התפעולי ההיסטוריים והנצפים לעתיד. בענפים מסוימים הממד הרלוונטי לגודל הינו כמויות הייצור, היקף הנכסים או היקף הפריסה של הפעילות. בענפים בהם ההכנסות מבוססות על עמלות, כגון בחלק מענפי השירותים, יינתן לרוב דגש להיקף הפעילות הריאלי ולרווח הישיר האבסולוטי כמדדים לגודל הפעילות. לעיתים היקף פעילות נמוך מדי הינו גורם אשר מגביל את גובה הדירוג וזאת- מכיוון שמתחת לגודל מסוים קיימות מגבלות לפיזור וליעילות של הפעילות. לרוב, לחברות גדולות קיימים משאבים עודפים אשר יוכלו במידת הצורך לשכך סיכונים בעלי השפעה חריפה ויוצאת דופן. אינטגרציה אנכית הינה נגזרת של גודל וקנה מידה. חברות בעלות פעילות אנכית לפנים ולאחור יכולות ליצור אופטימיזציה ולייצב את היחס בין התשומות וההכנסות בהתאם להיצע ולביקוש.

מעמד תחרותי - מיצוב השוק כולל את כושר התחרות של החברה בשוק, אשר מתבטא במידה בה החברה מובילה את השוק ומספקת ערך מוסף לספקים ולקוחות. לרוב, המעמד התחרותי גוזר לאורך זמן את רווחיות החברה ואת יכולת השבת ההכנסות גם בתקופות משבריות. לאורך זמן גורם זה מאפשר לחברה המובילה כוח מיקוח מול לקוחות וספקים אשר מתורגם למרווחים עדיפים. לעומת זאת, חברה בעלת מעמד משני בשוק תיגרר אחר התמחור של השחקניות מובילות (בד"כ בפיגור), ללא יכולת להגיב בזמן ובתנאים הנוחים לה. לעיתים חברות נוטות להגדיר עצמן כמובילות שוק בקטגוריה צרה. לרוב, אנו נגדיר את השוק בקנה מידה רחב יותר. אנו בוחנים את אסטרטגיית הצמיחה וההתרחבות של



החברה, ברקע מאפייני הסביבה העסקית, ועל מנת להעריך את פוטנציאל הצמיחה של החברה והשפעתו האפשרית על הרווחיות. לרוב, הובלת שוק ואיכות גיוון מוצרים משפיעים על יכולת החברה לצמוח או לשמור על נתחי שוק לאורך זמן.

חוזק מותג ו/או מוניטין - חוזק מותג או מוניטין מוגדר על ידינו כגורם אשר מניע לקנייה ואשר לו ערך מוסף. לרוב, חוזק המותג/המוניטין הינו מדד למשיכת לקוחות ושימורם, אלמנט המחזק יכולת השבת הכנסות. מותגים חזקים לרוב יוצרים ביקושים, נאמנות וקנייה חוזרת

ומאפשרים פרמיה במחירי המכירה תוך שהם מורידים מסיכון התנודתיות בביקושים. מותג חזק גם מאפשר התרחבות לקווי מוצרים נוספים וגיאוגרפיות חדשות. חוזק המותג מוערך באמצעות נאמנות לקוחות, שיעורי רווחיות ישירה, גמישות המחיר בעתות של מחזוריות כלכלית או משברים בסביבה העסקית, הוצאה על פיתוח חדשנות פרסום.

איכות נכסים ומיקומם - איכות הנכסים הינה בעלת משמעות לחברות שפעילותן מושתתת על תשתיות פיזיות, נכסי נדל"ן ומקרקעין, רשתות קמעונאיות או ספקיות שירותי נופש, הסעדה ומלונאות. בעלות על נכסים פיסיים באזורים מרכזיים לפעילות (כגון תחנות דלק, מרכזי קניות או בנייני משרדים) או אסטרטגיים (כגון מתקני אחסנה בקרבה לנמל ימי, מפעל בקרבת מחצבה), בעלות על תשתית אסטרטגית (כגון רשת תקשורת ארצית מתקדמת) מקנות לחברה יתרונות יחסיים כגון ביקושים קשיחים יחסית, אינטגרציה אנכית ויעילות תפעולית, הגנה בפני ירידת ערך משמעותית בנכסים וכיוב ומהווה גורם חיובי בדירוג.

פיזור - פיזור עסקי מקנה גמישות עסקית ומפחית סיכונים. ניתן לאפיין פיזור עסקי על פני קווי מוצרים, קווי עסקים, וגיאוגרפיות. גיוון קווי עסקים מצמצם סיכוני ביקוש וסיכונים הנובעים משינויים מבניים בשווקים כגון תחרות ורגולציה. קו עסקים יוגדר בדרך כלל ככזה שמרכז לפחות 10% מההכנסות. לרוב, לפיזור הגיאוגרפי השפעה חיובית על הדירוג, באמצעותו ניתן להקטין את החשיפה לסיכונים עסקיים ופיננסיים כגון מחזוריות כלכלית, שינוי טעמים, רגולציה ושערי חליפין. היעדר פיזור גיאוגרפי אינו תמיד חיסרון, והוא תלוי באופי השוק בו החברה מתמקדת. ככל שמיקוד הפעילות הינו בשווקים יציבים ומסוכנים פחות, יש בכך לפצות על היעדר פיזור גיאוגרפי. גורמי סיכון נוספים שנבחנים בהקשר של פיזור הינם ריכוזיות לקוחות, ריכוזיות ספקים וכן ריכוזיות תפעולית. במידה וחברה תלויה בלקוח מרכזי יהיה לכך בדרך כלל השפעה שלילית על פיזור הסיכונים והדירוג. ריכוזיות לקוחות משפיעה על כוח המיקוח וגמישות המחיר מול הלקוחות, על חשיפה לירידה בהיקף הפעילות במקרה של נטישת לקוח מרכזי ועל סיכון אשראי הלקוחות. תלות בספק מרכזי תיבחן לרוב לפי מידת התחליפים הקיימים לספק זה. סיכון תפעולי עלול לנבוע כאשר פעילות החברה מרוכזת באתר בודד וחשופה לכשלים תפעוליים וסיכונים חיצוניים.

הרווחיות ויציבותה

הרווחיות משקפת את מאפייני הענף וחסמי הכניסה אליו, את היתרונות היחסיים של החברה ויכולות הניהול שלה ואת יעילותה התפעולית. לרוב, רווחיות מצביעה על מעמדה התחרותי של החברה, ומאפשרת לחברה לשמר אותו באמצעות השקעות בשיווק, במחקר ופיתוח, במתקני ייצור או בהון אנושי. הרווחיות מהווה כרית לספיגת הפסדים בלתי צפויים ותנודתיות בפעילות. לרוב, רווחים מתורגמים בסופו של דבר לתזרים מזומנים חופשי שמאפשר לחברה לשלם את החזר ההון שהושקע בה: חוב והון מניות. אנו חותרים לבחון את הרווחיות לאורך זמן, ככל שניתן, לרבות בתקופות של משברים. הרווחיות של חברה נבחנת יחסית לרווחיות המקובלת בענף או בענפים דומים וכן ביחס לרמת הסיכון בענף. רמת



הרווחיות המקובלת בענף הקמעונאות למשל, שונה מאוד מזו המקובלת בענף התעשייה, ובכל אחד מהם תתי ענפים המאופיינים אף הם ברמת רווחיות שונה, בין השאר כפועל יוצא של חסמי הכניסה, מבנה הענף והסיכונים האופייניים לו. אנו בוחנים את רגישות הרווח למשתנים העיקריים המשפיעים ענף הפעילות, כמו משתנים מאקרו כלכליים, מחירי סחורות ואנרגיה, שערי חליפין ועוד.

לרוב, רווחיות מצביעה גם על יעילות וגמישות תפעולית. ככל שלחברה מרכיב גבוה של הוצאות קבועות, הרווחיות תושפע ממידת יעילותה התפעולית. אנו בוחנים את מבנה ההוצאות התפעוליות של החברה ואת מידת הגמישות התפעולית והיכולת להתאים את מבנה ההוצאות לעיתות של האטה או משבר ענפי.

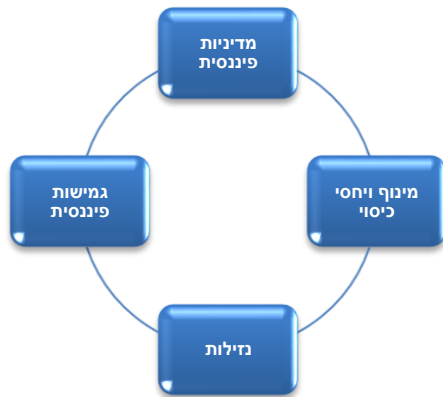
יחסי רווחיות שונים רלוונטיים לענפים שונים. ככלל, יחסי הרווחיות ייבחנו בהתאם למאפייני המפתח והמודל העסקי של הפעילות בענף. לרוב, היחסים המובילים בבחינת הרווחיות הינם:

שיעור רווח תפעולי להכנסות (EBIT%) - הרווח מפעילות לפני הוצאות מס ומימון ביחס להכנסות מהפעילות. ככלל, הרווח התפעולי נמדד כשהוא מנוטרל מהכנסות או הוצאות שאינן נובעות מהפעילות השוטפת, או שהינן בעלות אופי חד פעמי. אנו עשויים לבצע התאמות לרווח התפעולי החשבונאי על מנת לנטרל סעיפים חד פעמיים ולהתמקד במגמות בפעילות הליבה השוטפת. הוצאות ארגון מחדש, מחיקות והפרשות יובאו בחשבון במדידת הרווחיות התפעולית ככל שהן בעלות אופי מתמשך וחוזרות על עצמן.

שיעור הרווח התפעולי נמדד בשילוב עם פרמטרים נוספים, לפי העניין ומידת הרלוונטיות לענף הפעילות: שיעור הרווח הגולמי, התפתחות מרכיבי עלות המכר והוצאות התפעול השונות. כך, בענפים מסוימים, כמו למשל בענף התעשייה התהליכית אנו עשויים להדגיש דווקא את **הרווחיות הגולמית (Gross margin)** כפרמטר המעיד על יציבות הרווחיות לאורך זמן.

שיעור EBITDA להכנסות (EBITDA %) - הרווח מפעילות לפני הוצאות פחת והפחתות ביחס להכנסות מפעילות. יחס ה-EBITDA מקובל בעיקר כמדד השוואתי שכן הוא מנטרל הוצאות פחת והפחתות, הנגזרות מהשקעות שעוצמתן משתנה מענף לענף ומעת לעת ומהשפעות חשבונאיות כגון צירוף עסקים. אנו נעדיף להתמקד ביחס EBIT% ככל שנעריך כי הפחת מייצג את טווח ההשקעות הפרמננטי, כמו למשל בענפי התעשייה. בענפים הכוללים היקף משמעותי של נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין, דוגמת שירותים עסקיים, נעדיף לנטרל הפחתות חשבונאיות שטיבן משתנה מעת לעת ומחברה לחברה, ולהתמקד ביחס EBITDA%.

תשואה על הנכסים (ROA) - היחס בין הרווח מפעילות (EBIT) או הרווח הנקי (Net profit) לבין ממוצע הנכסים במאזן. תשואת הרווח משקפת את מידת היעילות של הנכסים המשמשים בפעילות. לרוב, יחס זה משמש בענפים עתירי הון והשקעות.



מיצוב פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. מיצוב פיננסי הינו בעל חשיבות לגמישותה 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 ברווחיותה וביעילותה התפעולית של החברה, הגוזרים את חוזק תזרימי המזומנים התפעוליים והן במדיניות הפיננסית שמובילים הנהלת החברה והדירקטוריון, הכוללת רמת מינוף, מדיניות השקעות ומדיניות חלוקת רווחים.

אנו נוהגים להבחין בין תזרימים פרמננטיים לבין תזרימים המושפעים מפערי עיתוי ועונתיות (כגון: שינויים בהון החוזר) או מהכנסות והוצאות חריגות. מעבר לפרמטרים כמותיים, אנו נותנים דגש לגורמים איכותניים כגון גיוון ערוצי המימון, ומגבלות פיננסיות. אנו בוחנים את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי, צרכי ההשקעות ההונית ודרך המימון של רכישות של פעילויות חדשות. המיצוב הפיננסי נמדד על בסיס הערכותינו לטיב הביצועים ואופי המדיניות הפיננסית אשר מייצגים את החברה המדורגת. לרוב, אנו נתייחס לתרחיש בסיס אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הקצר והבינוני. על מנת לצמצם את התנודתיות בדירוג אנו רואים לנגד עינינו ממוצעים רב-שנתיים היסטוריים ועתידיים אשר משקפים נאמנה את מיצובה הפיננסי של החברה לאורך זמן.

איתנות פיננסית

ההון העצמי: יתרת ההון העצמי כפי שרשומה בספרי החברה, לרבות התחייבויות בעלי מאפיינים הוניים כגון הלוואות בעלים נדחות, שטרי הון נדחים וכד. אנו עשויים להתאים את ההון העצמי לקיומם של נכסים עודפים שאינם מקבלים ביטוי במאזן וכן לקיומם במאזן של נכסים לא מוחשיים. ההון העצמי מבטא את כרית הספיגה של החברה בפני הפסדים צפויים ושאינם צפויים. ההון העצמי משפיע על הגמישות הפיננסית של החברה בפני מממנים שונים.

חוב פיננסי: החוב הפיננסי משמש למדידת יחסים פיננסיים והערכת האיתנות והגמישות הפיננסית. אנו כוללים בחוב הפיננסי התחייבויות הנושאות ריבית (קבועה או משתנה) ועומדות בלוח סילוקין (בין אם קבוע ובין אם נתון לשינויים) ואינן בעלי מאפיינים של הון. החוב הפיננסי כולל את ההתחייבויות המאזניות של החברה לבנקים, מחזיקי אגרות חוב, או מממנים חוץ בנקאיים כגון גופים מוסדיים, קרנות מינוף וכד. אנו עשויים לבצע התאמות לחוב הפיננסי על מנת לשקף את הערכותינו לגבי היקף ההתחייבויות הפיננסיות האפקטיביות של החברה. אנו שוקלים להוסיף לחוב הפיננסי התחייבויות מאזניות אחרות (כגון התחייבויות בגין חכירה מימונית, חובות לרשויות המס), התחייבויות חוץ מאזניות (לרבות ערבויות פיננסיות לצדדים שלישיים, התחייבויות חכירה תפעולית לז"א), חוב ספקים לזמן ארוך שהוא בעל מאפיינים מימוניים, התחייבויות אקטואריות.

להלן היחסים העיקריים אשר לרוב לפיהם אנו מודדים את רמת המינוף והאיתנות הפיננסית:

- **חוב/קאפ:** זהו היחס בין החוב הפיננסי לסך המקורות ההוניים (קאפ) הכוללים את החוב הפיננסי, ההון העצמי והתחייבויות למסים נדחים. יחס החוב לקאפ מהווה אינדיקטור פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף או בענפים בעלי מאפיינים דומים. בשונה מיחס כיסוי חוב לתזרים, זהו אינדיקטור יציב



יותר הנתון בשליטת ההנהלה והדירקטוריון וככזה מאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יחס נפוץ ודומה הינו יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן. בשונה מיחס החוב לקאפ, יחס ההון למאזן פחות יציב ומושפע משינויים בהיקף המאזן הנובעים ממחירי שוק, עונתיות ורמת נזילות. המגבלה בשני היחסים הללו הינה שהם נשענים על יתרת הנכסים המאזנית, המשקפת את ההיסטוריה הפיננסית של החברה וכללי חשבונאות שאומצו מעת לעת. אנו בוחנים את טיב הנכסים במאזן, שיטת ההערכה שלהם ושינויים שחלו בה. אנו נוהגים לבצע חישובי פרופורמה על מנת להתאים את יחסי המינוף למהלכים עתידיים של החברה או לנכסים והתחייבויות הקיימים מחוץ למאזן.

- **הון עצמי/סך נכסים במאזן:** לרוב ההון העצמי נתפס בעניינו ככריות הספיגה של החברה לשינויים חדים ובלתי צפויים בסביבת הפעילות של החברה, לרבות השפעות אקסוגניות צפויות ובלתי צפויות. אנו עשויים לבצע התאמות להיקף ההון העצמי בהתאם למאפייני הפעילות והנכסים של החברה, כגון נכסים בלתי מוחשיים, השקעות או הלוואות בפרופיל סיכון גבוה במיוחד, או לחילופין, שווי כלכלי סמוי שלא מקבל ביטוי במאזן החשבונאי. יחס ההון העצמי למאזן הינו אחד האינדיקטורים למדיניות הפיננסית של החברה כפי שהיא מתבטאת בתמהיל המימון בין הון עצמי לבין הון זר ומקורות מימון אחרים, כגון התחייבויות לספקים, מקדמות מלקוחות ועוד. יחס ההון למאזן מהווה גם אחד האינדיקטורים לרמת המינוף של החברה והוא מהווה יחס משלים ליחסי הכיסוי התזרימיים. בשונה מיחס החוב לקאפ, יחס ההון למאזן פחות יציב ומושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים ממחירי שוק, עונתיות ורמת נזילות.

יחסי כיסוי

- **חוב/EBITDA** - היחס מצביע על מידת החוב שהחברה נטלה ביחס לרווחיה השוטפים. יחס מהיר (נמוך) הינו אינדיקטור ליכולת החברה לשרת את התחייבויותיה ולגמישות הפיננסית שלה ליטול חוב נוסף על מנת להשקיע בשימור יתרונותיה היחסיים או להתמודד עם מחזוריות השוק ומשברים בענף. יש לציין כי ה-EBITDA הינו מדד של רווח ולא תזרים, ובכך יתרונו וחסרונו. ה-EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. ה-EBITDA גם מנטרל הוצאות פחת והפחתות ומכאן שאינו משקף את צורכי ההשקעה השוטפים. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים ועל כן מעיד על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.

- **חוב/FFO** - היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח השוטף לאחר תשלום ריבית ומס ובנטרול פחת והפחתות. ה-FFO הינו תזרים מפעילות שוטפת בניטרול השינויים בהון החוזר ובניטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי. כמו כן, לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים מ- FFO הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא רווח פרמננטי.

- **EBIT/הוצאות מימון** - מדד ליכולת החברה להמשיך למחזר את חובה ומעיד על גמישות פיננסית, בעיקר בחברות בדירוג השקעה. יתרון המדד בכך שהוא מחליק את השפעת העונתיות בהיקף החוב ועל גם הולם במיוחד למדידה של חברות בתחום הסחר שלהן חוב משמעותי אל מול הון חוזר בהיקפים משתנים.

נזילות

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר באלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות.

מקורות הנזילות בעלי האיכות הטובה ביותר כוללים:

- יתרות נזילות חופשיות: בניתוח הנזילות אנו לוקחים בחשבון תיק השקעות בו קיימים נכסים נזילים סחירים דוגמת ני"ע (באחוזי הסתמכות מסוימים).
 - תזרים חופשי מפעילות (FCF): 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 עם הבנקים.
- עוד בפרמטר הנזילות, אנו בוחנים את צורכי ההון החוזר התפעולי ואת מידת התנודתיות בהון החוזר בין התקופות ובהשוואה לחברות אחרות בענף. תנודתיות חדה בהון החוזר התפעולי אופיינית בענפים מסוימים, כגון ענפים שמאופיינים בעונתיות גבוהה, והיקפה נבחן ביחס למקורות הנזילות הפנימיים (תזרים מפעולות ויתרות מזומנים) והיצוניים (כגון מסגרות אשראי).
- 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.

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 ושקלולם 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 ויכולתה להוציא לפועל את תכניתה העסקית (Execution Risk).
 - **אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה 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 וסיכונים שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי השקעות 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, 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 ויכולות להעיד על 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 לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.
- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורה לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
- **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, 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 ולסיכונים הסתמכות על דירוג

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 ששימוש 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 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחרותם 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 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 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 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 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.