



דירוג חברות תקשורת

דוח מתודולוגי | מרץ 2016

אנשי קשר:

הדר סגל, אנליסט

hadars@midroog.co.il

אביטל כהן, רו"ח, אנליסטית בכירה

avitalc@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים 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 התקשורת. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות תקשורת 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 בענף זה. 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 לצפות מראש. הדוח מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים.

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.

מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה ביוני 2011 ואין בפרסומה בכדי להשפיע על הדירוגים הקיימים.

ענף התקשורת

2

ענף התקשורת כולל ספקטרום רחב של שירותי תקשורת ושירותים נלווים לפעילות זאת כגון: שירותי טלפוניה, אינטרנט (תשתית ו-ISP), שירותי סלולר, שירותי טלוויזיה רב ערוצית, מפעילי שירותי תקשורת בינלאומיים וכד'. הענף שייך לסקטור "מידע" ומוגדר כקבוצת חברות העוסקות בעיקר בהפעלה ו/או מתן גישה למתקני שידור העברת קול, נתונים, טקסט ווידאו ללקוח הקצה. מתקני השידור יכולים להיות מבוססים על טכנולוגיה בודדת, או שילוב של טכנולוגיות. יש לציין, כי כיום הגבולות בין תתי הענפים הולכים ומטשטשים והענף הולך ומתכנס לכיוון של קבוצות תקשורת ולמודל עסקי של חבילות תקשורת (bundle).

הפעילים בשוק התקשורת מקובצים לשתי קבוצות:

- מפעילי מתקני שידור ותשתיות (בין אם בבעלות ובין אם בחכירה) המספקים שירותי תקשורת על גבי סוגים שונים של תשתיות ובעיקר קווית, אלחוטית, או לוויינית או שילוב של מספר תשתיות.
- משווקות שירותי תקשורת שאין בבעלותן תשתית ופועלות על בסיס רכישת תשתיות בהסכמי שימוש כדוגמת מפעילי סלולר וירטואליים.

במסגרת המתודולוגיה נבחנים מספר משתנים עיקריים המורכבים מתתי-פרמטרים, כמפורט להלן:

ענף	סביבה תחרותית	סביבה רגולטורית	ענף
פרופיל עסקי	פרופיל עסקי	מיצוב עסקי מודל עסקי	היקף הכנסות, נתח שוק, יתרונות תחרותיים וגיוון מוצרים
פרופיל פיננסי	איתנות פיננסית	מינוף מאזני	חוב ל-CAP
		יחסי כיסוי ומינוף תזרימי	חוב ל-EBITDA, חוב ל-FFO, חוב ל-FFO- (CAPEX)
	רווחיות	יכולת שירות ריבית	הוצאות מימון, נטו / (FFO + הוצאות מימון, נטו)
	רווחיות	רווחיות יעילות תפעולית	EBIT ל-סך נכסים EBITDA להכנסות
	גמישות פיננסית	גמישות פיננסית	מינוף, ונגישות למקורות מימון
	נזילות	נזילות	FCF ל-חוב, ונזילות לשירות חוב
שיקולים נוספים		ראה פרק שיקולים נוספים בהמשך	

סביבה עסקית

1. סביבה תחרותית

לפרמטר זה השפעה משמעותית על איכות האשראי של השחקנים בענף, כאשר רמת התחרות משפיעה על כוח התמחור והוצאות השיווק של החברות וכפועל יוצא על יכולת השבת הרווחים העתידית שלהן. הסביבה התחרותית עשויה להשפיע על המודל העסקי של החברות, לשנות את מבנה הענף (באמצעות מיזוגים ורכישות), מניעה את קצב ההשקעות ואימוצן של טכנולוגיות חדשות, מתוך רצון לבסס ולבצר מיצוב עסקי, ליצור בידול, או לצמצם עלויות ולהגביר יעילות תפעולית. במסגרת הערכת הסביבה התחרותית בכלל הסגמנטים של הענף נבחנים בין היתר: מבנה השוק והאתגרים העומדים בפניו, מספר המתחרים, חסמי כניסה ויציאה, מגמות בהכנסות ובהכנסה הממוצעת מלקוח (ARPU) ושיעורי נטישה (Churn Rate).

2. סביבה רגולטורית

ענף התקשורת חשוף לרגולציה מהותית המשפיעה על הפרופיל העסקי והפיננסי של השחקנים בענף. הרגולציה משפיעה על הסביבה התחרותית בעיקר דרך הנמכת, או הגבהת חסמי הכניסה והיציאה מהענף. לרגולציה השפעה מכרעת על מבנה ורמת התחרות, פוטנציאל כניסת מתחרים חדשים, הענקת זיכיונות ורשימות, פריסת רשתות חדשות וגישה לרשתות קיימות ואף עשויה לקבוע מדיניות מחירים. אחד האתגרים בהערכת מדיניות הרגולטור הוא כיצד התמורות הרגולטוריות ישפיעו על המנפיק הבודד בשל מאפייניו הספציפיים.

ההיבטים העיקריים, שנבחנים בהערכת הסביבה הרגולטורית הינם:

- מיקום הרגולטור בסולם שבין יציבות לתחרות.

- תמיכה בתשואה על ההשקעה (ROI).

- יציבות המדיניות הרגולטורית ויכולת לחזות תמורות רגולטוריות.
- חסמי כניסה.
- סבסוד מחירים ותמיכה ממשלתית, אם קיימים.

בנוסף, נבחנת מדיניות הרגולטור בנוגע לתהליכי קונסולידציה בענף, העדפת מתחרים (קיימים, או חדשים) וצפי לשינויים ברמת המחירים. ככלי עזר בוחנת מידרוג, שינויים רגולטורים ותהליכים בעולם, אשר יכול, כי יעודדו תהליכים רגולטורים דומים בשוק המקומי.

פרופיל עסקי

ניתוח המיצוב העסקי ויכולת השבת רווחים של חברת תקשורת מהווה אלמנט מרכזי בניתוח אשראי של חברות אלה. המיצוב העסקי הינו אינדיקטור למידת היציבות בקווי הפעילות, כושר התחרות, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי ולכן גם על מידת השרידות לאורך המחזוריות הכלכלית. לגישתנו, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא משליכה על היכולת לספוג הפסדים לא צפויים ולהתמודד עם סביבה עסקית מאתגרת.

המיצוב העסקי תומך ביכולתה של חברת תקשורת לפתח ולשמר יתרונות תחרותיים בענפי פעילותה ולייצר בהסתמך על יתרונות אלה תשואה מספקת ותזרימים חזקים. חברת תקשורת בעלת מיצוב עסקי חזק ויציב, תהיה חסינה יותר לתמורות אקסוגניות ובעלת יכולת ניצול הזדמנויות השקעה עתידיות טובה יותר.

מידרוג בוחנת ארבעה פרמטרים עיקריים להערכת המיצוב העסקי ויכולת השבת הרווחים של חברות תקשורת. בכל אחד מהפרמטרים הנזכרים נבחנים מגמות ארוכות הטווח בהם והצפי להתפתחותם בעתיד:

גודל

גודל ופיזור הולכים יד ביד. חברות בעלות גודל והיקף פעילות רחב נוטות להיות בעלות סל מוצרים ושירותים מגוון המאפשר להן לקזז השפעות אקסוגניות שליליות.

גודל אבסולוטי, הנמדד במונחי היקף הכנסות, מאפשר לחברה לספוג הרעה זמנית בסביבה העסקית, טעויות השקעה, רכישות לא כלכליות וכדומה. גודלה של חברה מהווה יתרון תחרותי בכך שמאפשר להגדיל כוח מיקוח אל מול ספקים ולקוחות, תורם לגיוון ולנגישות מקורות המימון ומאפשר גמישות פיננסית רבה יותר. בנוסף, גודלה של החברה עשוי לתרום לתפישתה ע"י הלקוחות כמובילת שוק המוסיפה ערך ללקוחות. מידרוג מודדת את הגודל במונחים כספיים כהכנסה הצפויה בטווח הזמן הבינוני.

מודל עסקי

בבחינת המודל העסקי שמה מידרוג דגש רב על רמת הפיזור המאפיינת את החברות בהיבטים של: קווי העסקים והמוצרים (תמהיל המוצרים והשירותים: ניח, נייד, טלוויזיה רב ערוצית ואחר), התפלגות הסגמנטים של בסיס הלקוחות (עסקיים ופרטיים), חוזק המותג והיכולת לגבות פרמיה ובעלות על תשתית.

מידת הפיזור מקטינה את החשיפה האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בתנאי השוק על פני זמן בסגמנטים השונים של הענף. תמהיל פעילות מגוון מאפשר לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים, למתן שינויים בטעמי צרכנים ובביקושים כמו גם במחירי המוצרים והשירותים, נוכח החדשנות המתמדת. יש לציין, שלחברות עם פעילות מגוונת קל יותר לבצע השקעות טכנולוגיות במחיר פגיעה נמוך יותר בכלל הפעילות.

המודל העסקי מבטא את הצעת הערך של החברה ללקוחותיה בהיבטים של מחיר, רמת שירות, איכות וגיוון תכנים, רמה טכנולוגית ועוד. הצעת הערך נבחנת לאורך זמן ביכולתה לבסס את המותג, לשמר לקוחות ולתמוך ברווחיות לאורך זמן.

- מיצוב טכנולוגי

לענף התקשורת חשיפה גבוהה לטכנולוגיה, המהווה נדבך חשוב במיצוב החברה, ביכולתה להתחרות בסביבה העסקית לבצר את מעמדה וליצור יתרון תחרותי. בבחינת מיצוב טכנולוגי בוחנת מידרוג את מחזור החיים של הטכנולוגיה והתשתיות הקיימות (יחסית למתחרים, לשירותים שמספקת החברה ולביקוש). הקריטריונים לבחינת טכנולוגיות ותשתיות חדשות הינם בעיקר האפקטיביות ומידת הישימות שלהן (בעיקר תוך בחינת מקרי מבחן בעולם): האם יש לטכנולוגיה ניסיון מוכח במקומות אחרים בעולם, הביקוש לשירות, הזמן הנדרש להשקה (Time to market) ועוד. בנוסף להיבטים אסטרטגיים ובחינת גורמים איכותיים, להלן מספר קריטריונים כמותיים, שמשמשים את מידרוג בבחינת מיצוב טכנולוגי של חברת תקשורת: קצב ההשקה של הטכנולוגיה, גודל ההשקעה הנדרשת ובתוך כך גם יחס ההשקעות ההוניות (CAPEX) להכנסות ולפחת ומחזור החיים של הטכנולוגיה. בנוסף, בוחנת מידרוג את הטרק רקורד של החברה במסגרת מדיניות ההשקעות שלה.

- נתח שוק

נתח השוק של החברה הינו אינדיקטור המעיד על יכולתה לשלוט בקצב ההתפתחויות בענף ולהוביל אותו, להשפיע על טעמי הצרכנים ותפיסתם, למנף יכולות קיימות, להקטין החשיפה לסיכון הטמון בחדשנות ואף להשפיע על מתווי המדיניות. באופן כללי, מיצוב חזק (נתח משמעותי), מהווה יתרון משמעותי במקרה של החרפת התחרות בענף- היות והגדלת נתח שוק כרוכה בהשקעה משמעותית, בין היתר בתשתיות ו/או ציוד קצה ובפעילות שיווקית אינטנסיבית. בנוסף, מיצוב מוביל עשוי להשפיע לחיוב על יכולת החברה לגבות מחיר עודף מלקוחותיה וכפועל יוצא להציג רווחיות עודפת.

הפרמטר נבחן ע"י המגמות בנתחי השוק היחסיים בכל אחד מקווי הפעילות של החברה והצפי להתפתחותם בטווח הזמן הבינוני.

רווחיות, יציבות הרווחים ויעילות תפעולית

יכולת החברות בענף לייצר ולשמר רווחים מהווה גורם מסביר משמעותי לשרידותן, ליכולתן לייצר ערך כלכלי ולתמרן בסביבה משתנה. מידרוג רואה ברווחיות יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון, או קו הגנה ראשון כנגד הפסדים לא צפויים. היקף, איכות ויציבות רווחיה של החברה קובעים את יכולת יצור תזרימי מזומנים, צבירת ובניית כרית ההון לספיגת הפסדים, שירות החוב, שימור תחרותיות בשוק וחיזוק ביטחון המשקיעים. רווחיות חזקה ויציבה מעידה על יתרונות יחסיים ברי קיימא. רווחיות היא בחלקה פרמטר שנגזר ממאפייני הענף ובחלקה מהמיצוב העסקי והיעילות התפעולית של החברה.

מידרוג בוחנת מספר היבטים בהקשר זה ובהם: התשואה שהחברה מצליחה לייצר על נכסיה, עומקה של כרית הביטחון עבור בעלי החוב במקרה של הרעה לא צפויה, או הפסד חד פעמי, היכולת לחזות את הרווחיות העתידית ורמת התנודתיות. יכולת החברות לייצר רווחים/ תשואה נבחנת גם יחסית לפרופיל הסיכון של החברות.

הפרמטרים העיקריים שנבחנו בקשר עם רווחיות ויעילות תפעולית הינם:

- תשואה תפעולית ביחס לנכסים ממוצעים, אשר נחלקת לשני מדדים עיקריים:

רווח תפעולי/ הכנסות - מדד למודל העסקי של החברה, למעמדה העסקי וליעילות התפעולית.

הכנסות/ נכסים ממוצעים - מדד ליכולת יצור ההכנסות של החברות.

- EBITDA / הכנסות - פרמטר המצביע על יעילות תפעולית ומאפשר השוואה טובה יותר בין החברות בענף בשל מדיניות פחת

שונה. בנוסף מצביע הפרמטר בדומה לפרמטר הקודם על יכולת ההנהלה לשלוט בהוצאות וליצור צמיחה בהכנסות וניצול יתרונות לגודל. בנוסף, מושפע היחס מתמהיל המוצרים ויכולת שימור הלקוחות.

פרופיל פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה, גוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לפוטנציאל וקצב יצור תזרימי המזומנים וכן את כריות ספיגת ההפסדים שלה ביחס לסיכונים. הפרופיל הפיננסי 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. בחינת האיתנות הפיננסית יכולת שירות החוב הינם אלמנטים מרכזיים בניתוח של מידרוג. הבחינה כוללת ניתוח יכולת יצור תזרימי מזומנים, שירות החוב ויצור תשואה מספקת לצורך שימור הנגישות למקורות מימון.

3. מינוף מאזני

מינוף - חוזק המאזן הוא מדד חשוב בבחינת סיכון מכיוון שהוא קובע את המידה בה חברה לווה כנגד תזרימי המזומנים העתידי שלה. מבנה מאזן חזק מקנה לחברה יכולת לשמר את מיצובה התחרותי ותומך בצמיחה עתידית. בנוסף, תומכת האיתנות הפיננסית בגמישות העסקית ומתנתת סיכונים אפשריים. רמת מינוף מתונה משפרת את יכולת החברה למחזר את חובה ותומכת בהמשך השקעות הוניות הדרושות בענף לשימור הקיים וליצירת הזדמנויות צמיחה כמו גם מאפשרת תשואה הולמת לבעלי המניות.

חוב/CAP: רמת המינוף של החברה, כנגזר ממדיניות ההנהלה נמדדת באמצעות יחס החוב הפיננסי לסך המקורות הונויים (CAP) הכוללים את החוב, ההון העצמי והתחייבויות למסים נדחים. יחס החוב ל-CAP מהווה אינדיקטור פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף. בשונה מיחס כיסוי חוב לתזרים, זהו אינדיקטור יציב יותר הנתון בשליטת ההנהלה והדירקטוריון וככזה מאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יחס נפוץ ודומה שאנו בוחנים בנוסף הינו יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן. בשונה מיחס החוב ל-CAP, יחס ההון למאזן פחות יציב ומושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים ממחירי שוק, הון חוזר ורמת הנזילות.

4. חוזק התזרים ויכולת שירות החוב

יכולת ייצור תזרים מזומנים מספק למימון הפעילות השוטפת, ביצוע השקעות נדרשות ולשירות החוב עומד בבסיס הבחינה שמבצעת מידרוג לחברות תקשורת. אנו בוחנים את היקף תזרימי המזומנים ויציבותם, את יחסי כיסוי החוב באמצעות התזרים ואת יחסי כיסוי התזרים לשירות הריבית כמדדים לרמת המינוף של החברה, ליכולת שירות החוב ולגמישותה הפיננסית להוסיף ולמחזר את התחייבויותיה.

מדדי כיסוי חוב עיקריים שאנו בוחנים:

- **חוב/ EBITDA** - מדד למידת המינוף של החברה ביחס לרווחיה השוטפים. 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. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים ועל כן גם מעיד על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.
- **חוב/ FFO** - היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי. ה- FFO הינו תזרים מפעילות שוטפת בניטרול השינויים בהון החוזר ובניטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון מסים נדחים או ריבית שלא שולמה) ומהווה את נקודת המוצא לניתוח התזרים של חברת תקשורת. כמו כן, לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים מ- FFO הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא רווח פרמננטי.
- **חוב / FFO-CapEx** - היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי בניכוי השקעות הוניות ההכרחיות בענף התקשורת, כאמור לצורך שימור מיצוב עסקי ויכולת יצור הכנסות עתידיות.

מדדי כיוסי ריבית עיקריים שאנו בוחנים:

יחסי כיוסי ריבית מודדים את יכולתה של החברה לשרת את מחיר החוב שלה, מהווים אינדיקטור בסיסי לחיזוי אירועי כשל ותומכים בגמישות פיננסית של חברות תקשורת להוסיף ולמחזר את חובן הפיננסי.

- **Gross Interest Expense / (FFO + Gross Interest Expense)** - יכולת החברה לכסות את עלויות החוב מהמקורות מפעילות.

5. גמישות פיננסית

הגמישות הפיננסית משקפת את יכולתה של החברה להתמודד עם שינויים לא צפויים בהיקפי התזרימים העתידיים, להתמודד עם שינויים אקסוגניים בסביבה העסקית, לממן השקעות הוניות, למחזר חוב ולחלק דיבידנד. רמת המינוף (תזרימי ומאזני) של החברה משפיעה על גמישותה הפיננסית, כאשר מינוף נמוך הינו אינדיקטור ליכולת החברה לשרת את התחייבויותיה ולגמישות הפיננסית שלה למנף את יכולת יצור התזרים וליטול חוב נוסף על מנת להשקיע בשימור יתרונותיה היחסיים, או להתמודד עם מחזוריות השוק ומשברים בענף.

בנוסף, בוחנת מידרוג את נגישות החברות לגורמי המימון, מסגרות האשראי חתומות והיקפן ביחס לחוב הפיננסי, מרחק מקובננטים, מבנה השעבודים על נכסי החברה והרכב הנכסים, כל אלו מצביעים על מידת הגמישות הפיננסית.

6. נזילות

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר באלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. מקורות נזילות מהווים כרית ספיגה מיידית, כאמור, בהיעדר תזרים מזומנים מספק למימון פעילות שוטפת, כתוצאה של פער עיתוי תזרימי, או כתוצאה מהרעה בפעילות, או בסביבה התפעולית. ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות.

מידרוג בוחנת את הפרמטרים הבאים בהערכתה את הלימות כרית הנזילות של החברה:

- **תזרים חופשי מפעילות (FCF) / חוב:** 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 ביחס לחוב וביחס לחלויות השוטפות הינה אומדן ליכולת החברה לצבור מזומנים ו/או להקטין חוב.
- **יתרות נזילות חופשיות:** בניתוח הנזילות אנו בוחנים את התפלגות הנכסים הנזילים של החברות לפי מידת הסיכון, התנדבותיות ומידת הסחירות ומסתמכים על נכסים אלו לפי שיעורי הישענות שונים ביחס לסיכון.

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 יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, איכות 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 תכניתיה העסקיות (Execution Risk).
- **אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר, על סמך הצהרות החברה ותכניתיה לעתיד ככל שרלוונטי.
- **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.
- **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 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 פירעונו, 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 לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדרג.

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 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 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.