



דירוג בתי השקעות

דוח מתודולוגי | נובמבר 2015

אנשי קשר:

עומר פורמברג - אנליסט
omer@midroog.co.il

דביר וולף - אנליסט בכיר
dvirw@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 ע"י בתי השקעות. המתודולוגיה מתייחסת למגוון רחב של חברות מנהלות נכסים עבוד צדדים שלישיים, אשר רווחיהן מבוססים על הכנסות מדמי ניהול קבועים ו/או דמי ניהול מבוססי תשואה ורווחי נוסטרו. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים, אשר משפיעים על דירוג בתי השקעות ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי ענין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוג החברות בענף. הדוח אינו מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים, המידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה.

במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטיים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שישפיע 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. מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה בספטמבר 2009. הפרסום נועד לפרט ולחדד את אופן הבחינה של חברות הפועלות בענף בתי ההשקעות. אין בפרסום זה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. לפיכך, הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לזהות דפוסי פעילות ומגמות לאורך המחזור, לבחון את ביצועי ההנהלה בסביבה תפעולית משתנה וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. תחזיותינו מושפעות, בין היתר, מהסביבה התפעולית ובתוכה הסביבה המאקרו כלכלית, שוקי ההון והסביבה הרגולטורית, מביצועי העבר במידה ורלוונטיים, מגמות בענף, רמת התחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים לא צפויים בסביבה המאקרו-כלכלית, סביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון - קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון. בנית תחזית לגבי ביצועיהם של בתי השקעות תחת תרחיש בסיס ותרחיש קיצון הינה חלק מרכזי בניתוח איכות האשראי של החברות בענף כדי להתמודד עם אי הודאות והחשיפה הגבוהה לשווקים. תרחיש הבסיס שלנו מנסה לחזות את ביצועי מנהלי הנכסים בטווח הזמן הקצר והבינוני בהתחשב בהערכתנו להתפתחות הצפויה של הסביבה העסקית ותרחיש הקיצון משקף תרחיש חמור אבל סביר שעלול להתרחש לאורך המחזור.

בתי השקעות הינם תאגידיים הפועלים בתחומים פיננסיים מגוונים, ומהווים חלק משמעותי מכלל המערכת הפיננסית. תחומי פעילות בתי ההשקעות המקומיים כוללים ניהול נכסים (קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות נאמנות, תעודות סל וכד'), מתן שירותים פיננסיים (ברוקראז', מסחר בניירות ערך, השאלות, סליקה וכד'), פעילות בנקאות השקעות (חיתום, עשיית שוק, ייעוץ ותיווך בעסקאות, מיזוגים ורכישות) והשקעות עצמיות (נוסטרו).

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

✓ מעמד תחרותי	מיצוב עסקי	הפרופיל העסקי
✓ יכולת שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים		
✓ תמהיל מוצרים וערוצי ההפצה	גיוון עסקי	הפרופיל הפיננסי
✓ יחסי איתנות פיננסית	איתנות פיננסית	
✓ יחס חוב ל- EBITDA	נזילות וגמישות פיננסית	
✓ יחס נכסים נזילים לחוב		
✓ שיעורי רווחיות	רווחיות ויציבות ההכנסות	
✓ יציבות צמיחת ההכנסות		
✓ יחסי כיסוי חוב ל- FFO	תזרים יחסי כיסוי	
✓ ראה פרק שיקולים נוספים בהמשך	שיקולים נוספים	

הפרופיל העסקי

1.1 מיצוב עסקי ויכולת השבת רווחים

ניתוח מיצוב העסקי ובתוכו חוזק המותג של בית השקעות מהווים אלמנטים מרכזיים בניחוח אשראי של חברות אלה. המיצוב העסקי משפיע על היציבות בסגמנטים בהם בית השקעות פועל, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי ולכן גם על יציבותו לאורך המחזוריות הכלכלית. לגישתנו, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא משליכה על היכולת לספוג הפסדים ולשקם פגיעה לא צפויה בהון העצמי, במידה ותתרחש כתוצאה מהפסדים חד פעמיים. המיצוב העסקי תומך ביכולתו של בית השקעות לפתח ולשמר יתרונות תחרותיים בענפי פעילותו ולייצר בהסתמך על יתרונות אלה תשואה מותאמת סיכון מספקת. חוזקו של המעמד התחרותי בענף הינו פרמטר מפתח לשימור נכסי לקוחות קיימים וגיוס נכסים ולקוחות חדשים, משיכת כוח אדם מוכשר והגנה על פוטנציאל השבת הרווחים העתידית, כאמור. בית השקעות בעל מותג חזק, ביצועי השקעה מוצלחים ועקביים, ובעל יתרון לגודל, יהיה חסין יותר למחזוריות בשווקים ועם יכולת ניצול הזדמנויות השקעה עתידיות טובה יותר.

מידרוג בוחנת שלושה פרמטרים עיקריים להערכת המיצוב העסקי ויכולת השבת הרווחים של בתי השקעות. בכל אחד מהפרמטרים הנזכרים נבחרים מגמות ארוכות הטווח בהם והצפי להתפתחותם בעתיד:

מעמד תחרותי

פרמטר זה מתבסס על היקף ההכנסות, המבטא את גודל והיקף הפעילות. שיקולים משלימים נוספים, הנבחרים כוללים גם את נתח השוק במונחי נכסים מנוהלים ("AUM" - Assets Under Management) בסגמנטים העיקריים ואת דמי הניהול הממוצעים לפי מגזרי פעילות.

היקף ההכנסות ונתחי שוק משמעותיים ויכולת שימורם הינם אינדיקטורים המעידים על מיצוב עסקי גבוה ומותג חזק, אשר לרוב מסבירים כוח תמחור גבוה. ככל שגודלו האבסולוטי, הנמדד במונחי היקף הכנסות, גדול יותר, כך יכולתו לספוג הרעה זמנית בסביבה העסקית, טעויות השקעה, רכישות לא כלכליות וכדומה הינה טובה יותר. גודלו של בית השקעות מהווה יתרון תחרותי בכך שמאפשר להגדיל כוח מיקוח, תורם לגיוון ולנגישות מקורות המימון ומאפשר גמישות פיננסית

רבה יותר. בנוסף, גודלו עשוי לתרום לתפישתו ע"י הלקוחות כמוביל שוק המוסיף ערך ללקוחות. בית השקעות בעל מעמד תחרותי מוביל יחזיק בנתח שוק משמעותי וניתן לשימור בענפי פעילות הליבה שלו. תמהיל מוצרים ייחודי הינו מאפיין המסייע לשימור נתח שוק ומקטין את סיכון הפדיונות והאיומים מהמתחרים בענף. נתח שוק משמעותי מהווה חסם כניסה לענף, או לסגמנט פעילות ספציפי בתוך הענף ולכן יש לו יכולת הסבר טובה למיצוב בית ההשקעות, ליכולתו להתגונן מפני תחרות ולשמר, או לייצר רווחים ברי קיימא. דמי ניהול ממוצעים גבוהים ביחס לענף, משקפים את הפרמיה שרואים לקוחותיו של בית ההשקעות להצעת הערך וביצועי ההשקעה שלו, ומבטאים היטב את חוזק המותג. בנוסף, כחלק מתחזית ההכנסות בוחנת מידרוג את פוטנציאל הצמיחה- אשר מביא בחשבון את צד הביקוש (איכות ויציבות קהל היעד וכנגזר יציבות ההכנסות) ביחס למוצרים המוצעים, וכן את הצעת הערך המשוקקת ללקוח במוצר, או בשירות. בתי השקעות בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה יבלטו לטובה בתמהיל המוצרים ובביצועי השקעה טובים יחסית לשוק. מנגד, בתי השקעות בעלי פוטנציאל צמיחה שלילי יתאפיינו בריכוז נכסים בסגמנטים הסובלים מאיומים כגון לחצים רגולטוריים או תחרותיים כבדים, וביצועי השקעה נחותים.

יכולת שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים

נבחנת יכולתו של בית השקעות להחזיק בסיס נכסים מנוהלים (AUM) יציב, ע"י שימור נכסים מנוהלים קיימים והחלפת נכסים שנפדו כנגד נכסים חדשים.

שימור נכסים בבית השקעות הינו מדד מפתח לאיכות האשראי של בית השקעות, שכן ביכולתו לסמן על שיפור או הרעה במצבו העסקי. היקף הנכסים המנוהלים הינו הסמן החשוב ביותר לאיכות וחוזק המותג, ככל שהוא נשמר לאורך המחזור העסקי ומכך ניתן להסיק שנראות השבת ההכנסות והרווחים יציבה יותר לאורך זמן. בתי השקעות עם יכולת שימור נכסים מנוהלים טובה יפיקו הכנסות ורווחים גדולים יותר.

שיעור התחלופה הינו למעשה היכולת של בית השקעות לפצות על פדיונות של נכסים מנוהלים, בדרך של גיוס נכסים חדשים. בתי השקעות המצליחים לפצות בגיוסים חדשים מעבר לפדיונות, צפויים להציג רווחיות יציבה יותר לאורך זמן ולזכות באמון שוקי ההון.

שיעור השימור ושיעור התחלופה מחושבים כדלקמן-

- **שיעור שימור נכסים מנוהלים** - סך הנכסים המנוהלים לתחילת התקופה פחות פדיונות וחלוקות נטו, חלקי סך הנכסים המנוהלים לתחילת התקופה.
- **שיעור תחלופת נכסים מנוהלים** - היחס בין גיוסים לפדיונות בתקופה נתונה.

1.2 תמהיל המוצרים וערוצי ההפצה

תמהיל הפעילות והפיזור הענפי של מנהל נכסים ממצה קשת רחבה של פרמטרים איכותיים וכמותיים שעשויים לבדל אותו מהמתחרים. הגיוון העסקי נבחן ע"י פיזור, ביזור וגיוון הנכסים המנוהלים. ככלל, בתי השקעות בעלי תמהיל מוצרים מגוון, המפוזר באפיקים ואזורים גיאוגרפיים שונים, יכולים להסתגל בקלות יתרה לשינויים בענף, אם כתוצאה מתנדבותיות בשווקים, ביצועי חסר, או בהעדפות הצרכנים.

מאחר ואין זה סביר שכל מגזרי הפעילות בכל האזורים הגיאוגרפיים יציגו חולשה באותה העת, הפיזור ממתן את ההשלכות של פגיעה באחד מענפי ו/או אזורי הפעילות. תמהיל מוצרים רחב מעניק גמישות למשקיעים באפשרות להחליף מוצרי השקעה מבלי להיאלץ להחליף את בית ההשקעות מנהל הנכסים, ובכך מהווה ערך מוסף ותומך בפיזור ההכנסות. טיב המבחר של היצע המוצרים בכל מגזר פעילות מהווה פקטור חשוב בבחינת תמהיל המוצרים ומשפיע על הצעת הערך של בית ההשקעות.

בנוסף, נבחנת השפעת מערך ההפצה אשר עשויה להיות חשובה לא פחות מביצועי ההשקעות במשיכת משקיעים. מיצוי יתרון לגודל והגעה למובילות שוק בערצצי הפצה מרכזיים מעניקים יתרון תחרותי בענף, ויכולים להביא לחיסכון משמעותי בהוצאות החברה, שכן עלויות ההפצה מהוות עלות מרכזית בענף. לרוב, מפיצים בתי השקעות את מוצריהם ישירות וכן באמצעות מתווכים פיננסיים.

2. הפרופיל הפיננסי

2.1 איתנות פיננסית

איתנותו הפיננסית של בית השקעות מושפעת ממכלול פרמטרים וכריות לספיגת הפסדים, אשר העיקריות שבהן הינן הכרית ההונית, כרית הרווחיות וחוזק התזרים ויחסי הכיסוי התזרימיים הנגזרים. ההון העצמי נתפס בעינינו ככרית הספיגה העיקרית של בית השקעות לשינויים חדים ובלתי צפויים בסביבת הפעילות, לרבות השפעות אקסוגניות. מטרתה של הכרית ההונית הינה להגן על בעלי החוב כנגד הפסדים לא צפויים (UL) - אותם הפסדים, אשר אינם מתרחשים כל שנה, אולם כאשר מתרחשים, פוטנציאל ההרס שלהם יכול להיות משמעותי. כאינדיקטור לאיתנות פיננסית נבחן את שיעור ההון העצמי ביחס לנכסי סיכון כגון היקף סך הנכסים, תיק הנוסטרו והחשיפות הנלוות להם. כאשר חוזק הכרית ההונית נבחנת בתרחישים שונים ובהם תרחישי קיצון הוליסטיים.

יחס הון עצמי להשקעות מאזניות מתואמות (נוסטרו)

יחס המבטא את יכולת ספיגת הפסדים פוטנציאליים מתיק הנוסטרו באמצעות ההון העצמי של בית השקעות. לצורך חישוב היחס, היקף תיק הנוסטרו מותאם סיכון, כך שכלל השקעה מסוימת הינה מסוכנת יותר ונזילה פחות, יינתן לה משקל גבוה יותר, ולהיפך.

היבטים נוספים הנלקחים בחשבון הינם: (1) איכות הנכסים וההון העצמי - ככל שמשקל הנכסים הבלתי מוחשיים ונכסי Level3 (Mark To Model) משמעותי יותר, כך קטנים איכות והיקף ההון עצמי הרלוונטי לספיגת הפסדים; (2) מבנה וסחירות המאזן - היקף הנכסים הנזילים המאפשרים מימוש מהיר ובשווי כלכלי.

כחלק מהשיקולים הנוספים לבחינת האיתנות הפיננסית נבחנו גם היחסים הבאים-

▪ הון עצמי לסך מאזן

היחס הינו אחד האינדיקטורים הפשוטים למדיניות הפיננסית של החברה ולפרופיל הסיכון שלה, 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.

▪ תיאבון לסיכון שוק

על פי התיאוריה המימונית המקובלת קיים מתאם חיובי בין תשואה לסיכון. הנחת היסוד היא שככל שהסיכון גדל, כך התשואה הצפויה צריכה להיות גבוהה יותר, אולם גם תנודתיות הרווחיות גבוהה יותר והיקף ההפסד הלא צפוי (UL) גדל גם כן. תיאבון הסיכון של בית השקעות משפיע על פרמטרים אלה ועל איתנותו הפיננסית. פרופיל הסיכון של בית השקעות ותיאבון הסיכון הנגזר צריכים להיות בהלימה למטרותיו הפיננסיות וכמובן משפיעים על דירוגו. בהערכת תיאבון לסיכון שוק של בית השקעות וחשיפה לסיכונים שוק בוחנת מידרוג את המגבלות שהציב הדירקטוריון לסיכונים השוק ביחס להון המוחשי והרגישות של תיק הנוסטרו למשתני שוק ובהם: שערי ריביות, מרווחי אשראי, שע"ח, מחירי מניות וכו'. בשוק המקומי עדיין אין יישום משמעותי של מודלים של מתקדמים של הון כלכלי ועל כן מטעמי השוואה (Benchmark) בוחנת מידרוג (בהינתן הנחות זהות) את הערך הנתון בסיכון (VAR) ביחס להון המוחשי מוכפל במקדם רגישות לאופק השקעה של 30 יום.

2.2 נזילות וגמישות פיננסית

הנזילות והגמישות הינם פרמטר חשוב ביותר בדירוג של בתי השקעות. בתי השקעות מתאפיינים במאזן נזיל יחסית וביכולת יצור תזרים מזומנים טובה ולרוב אינם נדרשים להשקעות הוניות (Capex) משמעותיות. רכישות הינן הגורם העיקרי לגיוסי חוב בתעשייה, אם כי מיזוגים וחלוקות דיבידנד יכולים גם הם להוות גורם לנטילת חוב. גמישותם הפיננסית של בתי השקעות עם תיק נוסטרו גדול ובפרופיל סיכון גבוה עלולה להישחק בתקופות של הרעה בשווקים, כתוצאה משחיקת ההון העצמי לאור ירידות הערך של התיק. משתני שוק כגון פרמיית הסיכון והתשואה לפדיון, המשתקפות מהתחייבויות קיימות, מהוות סימן לנגישות בית ההשקעות לשוק ההון. מסגרות האשראי חתומות והיקפן ביחס לחוב הפיננסי, וכן מבנה השעבודים בתיק הנוסטרו ובנכסים הנזילים, עשויים להצביע על מידת הגמישות הפיננסית המיידית של בית השקעות בעת הצורך וביחד עם כרית נזילות תומכות ביכולת שירות החוב באירועי קיצון ומחנק אשראי. מקורות נזילות מהווים כרית ספיגה מיידית החיונית לשרידותו של בית השקעות, כאמור, בהיעדר תזרים מזומנים מספק למימון פעילותה השוטפת, כתוצאה של פער עיתוי תזרימי (חוסר הקבלה בין הכנסות להוצאות), או כתוצאה מהרעה בפעילות, או בסביבה התפעולית. לפיכך, קיימת חשיבות רבה לכרית נזילות מספקת. ניהול הנזילות מקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות.

מידרוג בוחנת את הנזילות והגמישות הפיננסית ע"ב היחסים הפיננסיים הבאים-

נזילות - נכסים נזילים לחוב ברוטו

אומד את כיסוי החוב על בסיס כרית הנזילות. נכסים נזילים מוגדרים ע"י מידרוג כמזומן ופיקדונות בבנקים + אג"ח מדינת ישראל וממשלת ארה"ב. כחלק משיקולים נוספים משלימים לפרמטר הנזילות, מידרוג בוחנת גם את (1) יחס הנזילות הצרה - נכסים נזילים לחלויות השוטפות- האומד את יכולת שירות החוב השנתית ; (2) FCF ביחס לחוב פיננסי ו/או לחלויות השוטפות - אומד את יכולת החזר החוב הקצר על בסיס תזרים המזומנים החופשי.

גמישות פיננסית - חוב ל- 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.

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.

2.3 רווחיות ויציבות ההכנסות

רווחיות הינה קו ההגנה הראשון כנגד הפסדים ובעלת חשיבות עליונה לייצור תזרים מזומנים לשירות חובותיו של בית השקעות. היקף, איכות ויציבות רווחיו של בית השקעות קובעים את יכולת צבירת ובניית כרית ההון לספיגת הפסדים, שירות החוב, שימור תחרותיות בשוק וחיזוק ביטחון המשקיעים. לתוצאות בתי ההשקעות קורלציה גבוהה לביצועי שוק ההון, ולתשואות המושגות על ההשקעות. תחת הבנת הקשר האינהרנטי לתנודות השווקים, בית השקעות המציג היסטוריית צמיחה יציבה בהכנסות יהיה בעל נגישות טובה לשוק ההון (ובתנאים מועדפים) וכנגזר מכך יתמוך בשירות החוב ובמימון הפעילות לאורך המחזור.

הרווחיות ויציבות ההכנסות נבחנות, בין היתר, ע"ב היחסים הפיננסיים הבאים-

שיעור רווח לפני מס

הרווח לפני מס משקף את רווחיות הליבה של בית ההשקעות. בתי השקעות נוטים להציג שולי רווח טובים יחסית, לאור

גמישות תפעולית, הנובעת מתמהיל ההוצאות, המכיל רכיב משמעותי של הוצאות משתנות, אותן ניתן לצמצם במידת הצורך יחד עם שחיקה בסביבה העסקית וקיטון בהיקף ההכנסות, ובכך לשמר את שיעור הרווח.

במסגרת שיקולים נוספים הנבחנים בקשר עם פרמטר זה, מידרוג בוחנת גם את יציבות הרווחיות בהסתמך על פיזור הרווחיות לפני מס, כפי שמתבטאת בסטיית התקן לפי ממוצעים משוקללים של הרווח מפעילות ליבה (רווח לפני מס) ביחס להכנסות¹.

בנוסף, בוחנת מידרוג את שיעור התשואה שמצליחים לייצר הנכסים המנוהלים (מאזניים וחוץ מאזניים) – כתשואה לפני מס על הנכסים המנוהלים (ROA). את ה-ROA ניתן לחלק לשני מכפילים – 1. יכולת יצור הכנסות מהנכסים המנוהלים (הכנסות/ נכסים מנוהלים ממוצעים). 2. היעילות התפעולית של בית ההשקעות (רווח לפני מס לסך ההכנסות).

היכולת לייצר רווחים/תשואה נבחנת גם ביחס לסיכון אותו בית ההשקעות לוקח. חשוב לציין, כי השינוי בהיקף ובהרכב הנכסים המנוהלים הינו הפקטור המרכזי המשפיע על גידול או קיטון בשיעור הרווח ובתשואה על הנכסים המנוהלים.

יציבות הצמיחה בהכנסות

היחס מחושב ע"י חלוקת ממוצע הצמיחה בסטיית התקן, על פני חמש שנים בחתך רבעוני (20 רבעונים). פרמטר זה מבטא את יכולת חיזוי ההכנסות של החברה ושרידותן, ושימושי במיוחד לזיהוי מגמות בחברה ביחס לקבוצת התשואה. חברות שציגו יחס נמוך, ככל הנראה יתאפיינו (א) בחשיפה גדולה לנכסים ברמת תנודתיות גבוהה; (ב) מבנה עמלות שאיננו יציב, או (ג) מבנה הכנסות יציב אך בעל שיעור צמיחה זניח.

2.4 תזרים יחסי כיסוי

יחס כיסוי חוב ל- FFO

ה- FFO הינו המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב השנתי בבית השקעות וככזה מהווה מקור משלים לאיתנותו הפיננסית. יחס הכיסוי חוב ל- FFO מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח השוטף לאחר תשלום ריבית ומס ובנטרול פחת והפחתות. ה- FFO הינו תזרים מפעילות שוטפת בנטרול שינויים בהון החוזר והתאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי. כמו כן, לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא רווח תזרימי פרמננטי. עבור בית השקעות לו קיימת מדיניות דיבידנד מוצהרת, או משתמעת (על סמך היסטוריית חלוקה מתמשכת), נבחן גם את יחס הכיסוי על בסיס RCF (FFO בניכוי חלוקות דיבידנד).

3. שיקולים נוספים

בין השיקולים שנסקרו עד כה בדוח זה, טרם נכללו פרמטרים איכותיים הרלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים הבאים לביטוי בנסיבות מיוחדות, כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו משמעות גדולה ושקלולם מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. בקביעת הדירוג אנו מביאים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

3.1 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 ותכניתיה לעתיד ככל שרלוונטי.

¹ עם מקדם דעיכה של 0.8- הנותן משקל עודף לתצפיות אחרונות.

3.2 ממשל תאגידי

ממשל תאגידי איכותי תורם ליציבות החברה, לצמצום ומיגור סיכונים תפעוליים ופיננסיים, ומסייע להתאושש ממשברים. ממשל תאגידי מתמקד, בין היתר, ביחסים בין חברי הדירקטוריון, ההנהלה, בעלי המניות ויתר בעלי העניין בחברה. בנוסף, נבחנות פעולות ההנהלה לאיזון בין צרכי בעלי המניות ובעלי החוב. בבחינת הממשל התאגידי ואיכות ההנהלה ניתן דגש למבנה הבעלות, עצמאות הדירקטוריון ואיכות וניסיון ההנהלה.

3.3 מבנה הבעלות

מבנה בעלות ריכוזי (בעל שליטה עיקרי) ומבנה אחזקה מורכב (לדוגמא פירמידה) עלולים להעצים את אתגרי הממשל התאגידי בחברה. מחובתו של דירקטוריון החברה לנהל ניגודי עניינים בין בעלי השליטה, המיעוט ובעלי החוב. משימה זו עשויה להיות מאתגרת במקרים בהם מבנה האחזקה הינו מורכב ו/או תפקידי הניהול בחברה מוחזקים ע"י בעלי השליטה. עם זאת, נציין כי בעלי מניות מהותיים, ובעיקר מבנה "בעלות משפחתית" מעודדים השקעות ארוכות טווח. כחלק מבחינת מבנה הבעלות, נבחנת רמת המינוף של הבעלים, מידת הסתמכותו על חלוקת דיבידנדים מהחברה המדורגת שיעורי הדיבידנד המחולקים לאורך זמן ומידת השפעתו על שינוי פרופיל הסיכון של החברה.

3.4 עצמאות הדירקטוריון

על מנת לתפקד באופן ראוי, חייב דירקטוריון החברה לפעול באופן עצמאי על מנת לאזן את ההנהלה ובעלי המניות העיקריים בחברה. גודל הדירקטוריון, מספר הדח"צים היושבים בו ותדירות התחלפות החברים בו עשויים להצביע על מידת עצמאותו.

3.5 איכות ההנהלה

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, תלות באנשי מפתח, יכולתה לתכנן ולהוציא לפועל תכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תכנית העסקיות (Execution Risk). בהקשר הזה נבחן גם יחס התשואה על ההון (ROE) והלחץ, שיכול לייצר על הנהלת הבנק ועל תגמוליה.

3.6 ניהול סיכונים

היכולת של צוות ההנהלה והדירקטוריון לזהות, לנטר, לנהל, ולהקטין סיכונים תומכת בהקטנת חשיפה לאירועים בלתי צפויים ותנדודיות ולהגנה על האינטרסים של בעלי החוב ובעלי עניין אחרים. על ההנהלה (והדירקטוריון) להבין את הסיכונים העומדים בפני הפירמה לנהל באופן פעיל סיכונים אלה וזאת על מנת שהחברה תשמור על ביצועיה הפיננסיים והגמישות, המוניטין, המיצוב בשוק והאמון של שוק ההון. ניהול הסיכונים מהווה לגישתנו חלק חיוני מהניהול השוטף של העסק.

3.7 מדיניות פיננסית

לגישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות. 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:

▪ **מדיניות דיבידנדים**

החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין אם ע"י דיבידנדים ובין אם ע"י רכישה עצמית של מניות, או תחליפי דיבידנדים כמו דמי ניהול משמעותיים והלוואות בעלים. 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.

▪ **תאבון למיזוגים 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 וחוסר איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון.

3.8 אירוע סיכון (Event Risk)

אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

3.9 תמיכה מהחברה האם או מבעל המניות

נבחנת 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, נאמד סיכון 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.

3.10 אחר

ניתן מקום לבחינת מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל, ויבחנו ספציפית במידת הצורך.

© 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 פירעונן, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לבזילות, לערך השוק, לשינויים בשער 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 השקעה 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 אמין, 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 להבנתו כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, 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 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 ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

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

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

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.