



# דירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית

דוח מתודולוגי | מאי 2015

1

---

## אנשי קשר:

ישי טריגר, ראש צוות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

אמיל גולדפרב, אנליסט  
[emilg@midroog.co.il](mailto:emilg@midroog.co.il)

יובל סקורניק, ראש צוות  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## 1. הקדמה

דוח זה סוקר את המתודולוגיה לדירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית. מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף התחבורה הציבורית. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף התחבורה הציבורית ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה בחודש פברואר 2015. הפרסום נועד לפרט ולחדד את הפרמטרים העיקריים המשמשים בדירוג ואין בפרסום המתודולוגיה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

המתודולוגיה המפורטת במסמך זה מתייחסת לאופן ניתוח יכולת החברה לפרוע את חובותיה, וכנגזרת מכך את כימות ודירוג סיכון האשראי הטמון בחברה. הניתוח מתבסס על יכולתה העצמאית של החברה לעמוד ולשרת את חובותיה, ולא כולל שיקולים הקשורים לתמיכה חיצונית, לרבות תמיכה ממשלתית.

במסגרת המתודולוגיה שלהלן, נבחנות חברות אשר ליבת פעילותן הינה הפעלת מערכי שירות היסעים ציבוריים, בין היתר, חברת דן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן תחבורה"), קווים תחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "קווים") ורכבת ישראל בע"מ (להלן: "רכבת ישראל").

## 2. פרמטרים עיקריים לדירוג

בקביעת דירוג חברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית נבחנים פרמטרים איכותיים וכמותיים, הכלולים בחמש קבוצות עיקריות:

- ניתוח ענפי
- מיצוב ויציבות החברה
- ניתוח פיננסי
- שיקולים נוספים
- נחיתות מבנית

2

## 3. ניתוח ענפי

ענף התחבורה הציבורית נחלק לארבעה סוגי שירותים: (1) קווי אוטובוס ציבוריים; (2) רכבת ישראל; (3) רכבת קלה; (4) מוניות שירות. מבנה הענף כולל ארבעה גופים: (1) משרד התחבורה, התשתיות הלאומיות והבטיחות בדרכים (להלן: "משרד התחבורה") אשר אמון על ניהול ענף התחבורה הציבורית, לרבות תכנון והקמת תשתיות, הקמת מערכות הסעת המונים והקמת תשתיות מסילה. בנוסף לכך, אחראי משרד התחבורה לכל היבטי הרגולציה בענף, החל מתכנון מערך התחבורה הציבורית, דרך קביעת והסדרת תעריפי הנסיעה, הגדרת רמות שירות, מתן רישיונות להפעלת קווי התחבורה הציבורית, ניהול ופיקוח אודות תשלומי סובסידיות, וכלה בהוצאת מכרזים לאשכולות קווי התחבורה הציבורית; (2) משרד האוצר אמון על תקציב משרד התחבורה ותקצוב פרויקטים שונים לרבות תקציב הסובסידיות, תעריפי הנסיעה, צי הרכבים, אוטובוסים והרכבות; (3) הרשויות המקומיות אמונות על עבודות התשתית לתחבורה הציבורית הנמצאות בשטחן; (4) מפעילי התחבורה הציבורית פועלים בהתאם לרישיונות אשר קיבלו ממשרד התחבורה.

ענף התחבורה הציבורית התאפיין לאורך השנים בהשקעות דלות יחסית אשר לא הלמו באופן מלא את צרכי המשק. בשל כך, שקע הענף בקיפאון אשר הוביל לפער בין רמת פיתוח הענף בארץ לבין מדינות מפותחות אחרות בעולם. ההשקעות בתשתיות תחבורה ציבוריות בארץ תפסו תאוצה החל משנת 2000, וזאת בין היתר, לאור הרפורמות שחלו

בענף. משנה זו, הוגדלו באופן משמעותי תקציבי הפיתוח של הענף כך שכללו הקמת מסילות רכבת חדשות ושדרוג מסילות קיימות, הקמת מערכות הסעה המונים באוטובוסים ייעודיים והקמת רכבת קלה. בד בבד, החלה הממשלה לקדם פרויקטים המשלבים את הסקטור הפרטי בפרויקטים תחבורתיים. בהתאם לנתוני משרד האוצר, בין השנים 2009-2014 כ-52% מתקציב משרד תחבורה הופנה לטובת תחבורה ציבורית.

החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית זוכות להסכמים עם המדינה בעלי מנגנונים שונים, בדמות הסכמי סובסידיה. במסגרת הסכמים אלו, מגדירה המדינה, בין היתר, את איכות השירות, אזורי השירות, תנאי השירות והיקף התפעול (ק"מ נסועה, מספר נוסעים בישיבה ובעמידה, מערכות טכנולוגיות ותדירות הנסיעה).

### **להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת הניתוח הענפי:**

#### **3.1. וודאות תזרים המזומנים**

פרמטר זה בוחן ומכמת את רמת הוודאות, איכות ופיזור תזרימי המזומנים של החברה. למעשה, תזרים המזומנים של החברה הפועלת בענף נשען ברובו על שלושה גורמים:

**3.1.1. מחזוריות/עונתיות:** ענף התחבורה הציבורית, להבדיל מענפים רבים אחרים, מתאפיין בהעדר עונתיות וכנגזרת מכך לחברות הפועלת בו ישנה הכנסה פרמנטית יחסית. למעשה, לחברות בענף כמעט ולא קיימת רגישות לעונתיות אשר עלולה להשפיע על יכולתן לשרת את חובותיהן הן בטווח הקצר, והן בטווח הארוך.

**3.1.2. תחרות:** בענף התחבורה הציבורית בכלל ובשירותי התחבורה באמצעות אוטובוסים ורכבות בפרט, כמעט ולא קיימת תחרות ברמה העירונית. כאמור, הענף פועל בחלקו כמונופול-אשכולות האוטובוסים מתאפיינים כמונופול אזורי כמעט מלא, אשר התחרות באמצעי תחבורה אחרים אינה מהותית כלל. תחום הרכבות הקלות פועל כמונופול מלא. על אף האמור לעיל, ברמה הבין עירונית קיימת תחרות בין אמצעי התחבורה השונים.

**3.1.3. יציבות ביקושים:** היציבות בביקושים בענף הינה גבוהה ביחס לענפים אחרים, ובנוסף לכך הם מגודרים באופן חלקי באמצעות הסכמי ההפעלה/סובסידיה של חברות אל מול המדינה. הסכמים אלו יוצרים חשיפה נמוכה, לעיתים אף ללא חשיפה כלל, המאפשרת הכנסה קבועה וידועה יחסית לחברות. מאפיין זה מאפשר לחברות ליצור תכניות עבודה שוטפות ותכניות השקעות מותאמות על בסיס תזרימים בעלי רמת וודאות גבוהה יחסית.

#### **3.2. מסגרת רגולטורית**

פרמטר זה בוחן את מידת פיתוח המסגרת הרגולטורית, שקיפותה ועקביות בהחלטות עבר של הרגולטור. כידוע, ענף התחבורה הציבורית פועל תחת רגולציה מלאה ועל כן, כל שינוי שהוא עשוי/עלול להשפיע ישירות על פעילותן של החברות בענף. ליציבות רגולטורית בענף ישנה משמעות רבה בדירוג והיא באה לידי ביטוי הן באופן ישיר (סובסידיה) והן באופן עקיף (תחרות, מדדי שירות, חסמי כניסה ועוד).

#### **3.3. יכולת לקבוע מחיר**

תעריפי הנסיעה בתחבורה הציבורית נקבעים ומפוקחים ע"י הרגולטור בענף, ומגובים באמצעות הסכמי הסובסידיה. על כן, לחברות הפועלות בענף אין יכולת להשפיע או לקבוע את המחיר. בדומה למדינות מפותחות בעולם, הכנסות החברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית בישראל נשענות על סובסידיות ממשלתיות אשר עשויות להגיע לכ-50% מסך הכנסות החברות.

#### **3.4. חסמי כניסה**

במסגרת דירוג הפרמטר נבחנים, בין היתר, החסמים הבאים: חסם רישיון, חסם רגולטורי, חסם ביורוקרטי, חסם השקעות, חסם תחרות, חסם ידע וחסם גבולות. בענף התחבורה הציבורית קיימים כל החסמים שפורטו לעיל. כלומר, על מנת להיכנס לענף, על החברה לעמוד בתנאים נוקשים המוגדרים ע"י הרגולטורים הן בקשר עם רישיונות ואישורים שונים והן בקשר עם פיקוח ותנאי שירות מוגדרים. זאת ועוד, כניסה לענף דורשת השקעות רבות אשר חושפות את החברות החדשות לסיכונים אשראי מהותיים, במידה והם לא מגודרים בהסכמים אל מול המדינה.

### 3.5. תחזית הענף

לאורך השנים התאפיין ענף התחבורה הציבורית בהשקעות תקציביות דלות ביחס למקובל במדינות המפותחות. בשל זאת, קיים פער משמעותי בין המצב הרצוי למצב המצוי בכל הקשור לפיתוח מערכת תשתיות הולמת ומותאמת לתחבורה הציבורית במדינה. בד בבד, פעל הענף כמונופול ע"י שלוש חברות: (1) אגד; (2) דן תחבורה; (3) רכבת ישראל. בשנים האחרונות ניכר כי הענף החל בתהליך שינוי המתבטא ברפורמות ורגולציה, המאפשר, במידת מה, תחרות (בדמות מכרזי אשכולות) וכניסת שחקנים חדשים. יש לציין, כי ענף התחבורה נהנה מסובסידיה המממנת שיעור ניכר מפעילות החברות, למשל בתחבורה הציבורית באמצעות אוטובוסים שיעור הסובסידיה הינו כ- 44%<sup>1</sup> בממוצע מסך עלות התפעול בענף, וברכבת ישראל עומד על כ- 27%<sup>2</sup>. במסגרת דירוג פרמטר זה, נבחנים כיוון ומאפייני הענף לשנים הקרובות, וזאת בהתאם לאסטרטגיה ולרגולציה המושתתת ע"י משרד התחבורה.

## 4. מיצוב ויציבות החברה

### להלן הפרמטרים המרכזיים הנבחנים במסגרת ניתוח מיצוב ויציבות החברה:

#### 4.1. נתח שוק

בענף התחבורה הציבורית העירונית נתח השוק של החברה נקבע כמעט במלואו ע"י הרגולטור, והחברה אינה יכולה להגדילו ללא אישורו. לעומת זאת, בתחבורה הציבורית הבין עירונית קיימת תחרות רבה יותר, בה ארבעת אמצעי התחבורה (אוטובוסים, מוניות, רכבות קלות ו-BRT<sup>3</sup>) מהווים תחליפים אחד לשני. ככול שנתח השוק של החברה הינו גדול יותר כך היא יכולה ליהנות מהיתרון לגודל וליצור מנגנון יעיל ומשוכלל יותר בכל הקשור לתפעול השוטף שלה, כגון: עלויות מוסכים, לוגיסטיקה ועוד.

#### 4.2. סוג ומגוון הלקוחות

פרמטר זה בוחן את מידת התלות בלקוח ספציפי ובמצבו הסוציו-אקונומי, וכנגזרת מכך את השפעתו על הפעילות החברה. באופן כללי, ככל שלחברה תלות גבוהה יותר בלקוח מרכזי, כך פיזור הסיכונים יהיה נמוך יותר ודירוגה בפרמטר זה יהיה נמוך יותר. בהקשר זה, יש לציין כי ענף התחבורה הציבורית מתאפיין בפיזור לקוחות רחב, ובאי תלות בלקוחות ספציפיים. זאת ועוד, הפעילות בענף מושתתת על סובסידיות ממשלתיות והסכמי הפעלה, ועל כן חשיפת החברות ללקוחות ו/או וביקושים הינה נמוכה, ולעיתים אף אינה קיימת.

#### 4.3. גיוון מוצרים

גיוון מוצרים מאפשר מחד צמצום סיכוני ביקושים לתלות במוצר ספציפי, ומאידך ממתן את השפעתן של עונתיות ומחזוריות בקשר עם ביקושים למוצרים מסוימים. בענף התחבורה הציבורית הגיוון במוצרים הינו מוגבל יחסית לעומת ענפים אחרים. למעשה, החברות יכולות לגוון במוצריהן במידה מועטה בלבד, כך שלמשל בתחבורה באמצעות אוטובוסים יכולות החברות לגוון במספר מוצרים מוגבל הכוללים, בין היתר, הפעלת אשכולות, הפעלת מערך היסעים לתיירות, הפעלת קווי BRT והפעלת מערך היסעים לחברות פרטיות. עם זאת, יכולות החברות לגוון במוצריהן בעזרת פעילויות נוספות למעט פעילות הליבה שלהן אולם יש לזכור כי פעילויות נוספות אלו עלולות להוביל לחשיפה גבוהה לסיכונים ענפיים אחרים וכן לסיכוני אשראי נוספים.

<sup>1</sup> דוח משרד התחבורה: פיתוח התחבורה הציבורית, תכנית אסטרטגית דצמבר 2012.

<sup>2</sup> נכון לשנת 2013. כמו כן, שיעור הסובסידיה צפוי לעלות באופן משמעותי לאור עדכון הסכם המסגרת לפיתוח והפעלת רכבת ישראל אשר נתחם במהלך חודש יולי 2014.

<sup>3</sup> Bus Rapid Transit.

#### 4.4. יישום המסגרת הרגולטורית

יכולת החברה להטמיע ולהכיל החלטות ושינויים רגולטורים, לרבות בקשות בנוגע לאיכות התפעול, כגון: עמידה ביעדים ומדדי שירות, הטמעת מערכות טכנולוגיות מתקדמות וחדישות בענף, ככול שרלוונטי. וכן, יכולת החברה לעמוד בתקציבים שנקבעו במסגרת הרגולטורית אם וככול שישנם.

#### 4.5. מוניטין ומותג

החברות הפועלות תחת מסגרת רגולטורית בענף מחויבות לעמוד במדדי שירות ותפעול המוגדרים ע"י משרד התחבורה. בענף התחבורה הציבורית, נגזרים המוניטין והמיתוג, בין היתר, מהפרמטרים הבאים: עמידה בלוחות זמנים, אמינות, נוחות נסיעה, משך זמן נסיעה, ניקיון ונגישות.

### 5. ניתוח פיננסי

במסגרת דירוג חברות הפועלת בענף התחבורה הציבורית נערך ניתוח פיננסי אשר מהווה מדד מהותי בהערכת סיכוני האשראי של החברה. בנייתו הפיננסי נעשית הבדלה בין חברות תפעול בלבד (כגון: דן תחבורה וקווים), לבין חברות תפעול והקמת תשתית (כגון: רכבת ישראל) בהן קיימות השקעות מסיביות, וכנגזרת מכך מאפיינים פיננסיים שונים. יש לציין כי הניתוח הפיננסי מודד את תוצאות העבר של החברה, אולם ניתן משקל מסוים ליחסים הפיננסיים העתידיים המתבססים על תחזיות החברה. ככול שתחזית החברה נשענת על פרמטרים בעלי וודאות גבוהה יותר, כך יינתן משקל משמעותי יותר ליחסים הפיננסיים העתידיים.

#### להלן הפרמטרים הנבחנים בדירוג חברות העוסקות בתפעול בלבד:

##### 5.1. רמת רווחיות

רמת הרווחיות הינה נגזרת ישירה לרמת יעילות החברה, וזאת מכיוון שהכנסותיהן של החברות הפועלות בענף הינן קבועות יחסית ומפוקחות<sup>4</sup>. מדדי הרווחיות אומדים את ביצועי החברה בפועל ונגזרים מיכולתה להפיק ולהשיג רווחים בהווה ובעתיד. בפרמטר זה, מושם דגש לרווח התפעולי של החברה המהווה כלי הערכה כמותי ובר השוואה לחברות אחרות בענף. ענף התחבורה מתאפיין בהעדר עונתיות בקשר עם הכנסותיהן של החברות, וזאת לאור המנגנון הקיים בענף אשר חושף במידה מועטה, אם בכלל, את החברה לביקושים<sup>5</sup>.

##### 5.2. נזילות וגמישות פיננסית

פרמטר זה בוחן, מצד אחד, את יכולת החברה להניב מזומנים ממקורותיה השוטפים - יכולת נמוכה משקפת תלות גוברת במקורות מימון חיצוניים ו/או מימוש נכסים, ומצד שני, את מידת נגישות החברה לגיוסים בשוק ההון. מקורותיה הכספיים של החברה נאמדים בהשוואה לצרכיה והתחייבויותיה בטווח הקצר. חברות בעלות תזרים מזומנים המשקף בכל תרחיש או כמעט בכל תרחיש צורך מינימאלי, אם בכלל, בגיוסי הון חיצוניים, וכאשר הנגישות לשוק ההון אינה מוטלת בספק, ידורגו בפרמטר זה בטווח העליון של הסקאלה. ככול שנזילות החברה נמוכה יותר, והיא נשענת באופן מהותי על גיוס חובות לצורך פעילותיה והשקעותיה, היא תדורגנה החלק התחתון של הסקאלה בפרמטר זה.

##### 5.3. יחסי כיוסי

5.3.1. רווח תפעולי להוצאות מימון: יחס זה מודד את יכולת החברה לתמוך במימון השוטף באמצעות הרווח התפעולי. יחס גבוה מעיד על גמישות לספוג קיטון ברווחיות מבלי לפגור בתשלומי הריבית של החוב.

<sup>4</sup> המחיר מפוקח ע"י הרגולטור, ואינו נקבע ע"י השוק.

<sup>5</sup> חלק ניכר מהכנסות החברות הפועלות בענף, מעוגנות בהסכמי סובסידיה ותפעול אל מול המדינה.

**5.3.2. חוב פיננסי ל- EBITDA:** היחס מודד את יכולת החברה לכסות את התחייבויותיה בתנאים משתנים על פני זמן ואת שירות החוב ע"י הרווח השוטף. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים פוטנציאלים ועל כן מעיד על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.

**5.3.3. FFO לחוב פיננסי:** היחס נועד לבטא את היקף תזרים המזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים. קרי, מספר שנות החזר החוב ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון: מסים נדחים או ריבית ששולמה). לצורך חישוב ה- FFO אנו מנטרלים הכנסות ו/או הוצאות חד פעמיות, וזאת על מנת שיבטא יחס פרמננטי.

#### 5.4. איתנות פיננסית

**5.4.1. הון עצמי למאזן:** יחס זה חושף את מבנה ההון של החברה ובוחן את רמת המינוף שלה. ככל שרמת המינוף של החברה הינה גבוהה יותר, כך היא חשופה לסיכונים אשראי גבוהים יותר. למעשה, ההון העצמי של החברה מהווה מעין "כרית מזומנים" נוספת, לאחר כריות הרווחיות של החברה, לספיגת אירועי קיצון בלתי צפויים. ההון העצמי נועד להגן על בעלי החוב בעתות משבר, ומהווה אינדיקטור נוסף ליציבות החברה.

**5.4.2. חוב פיננסי למאזן:** ככל שיחס זה גבוה יותר, כך הסיכוי לרווח ורמת הסיכון גבוהים יותר. ריבוי הלוואות ושימוש במקורות אקסוגניים לפעילות החברה, עלולים להוביל לקשיים פיננסיים ואף לאי יכולת עמידה בהתחייבויות החברה. מינוף אשר לא הולם את פעילות הענף מעיד על קשיים הקשורים למימון פעילות החברה.

**5.4.3. חוב פיננסי ל- CAP:** יחס המשמש לבחינת מינוף החברה, וכפועל יוצא, מהווה אינדיקציה לגמישותה ואיתנותה הפיננסית של החברה. לצד יחס גבוה, יחולו עלויות מימון גבוהות, אשר עלולות להגביל גיוס חוב נוסף הן בהיבט התזרימי (הגדלת הוצאות המימון), והן בהיבט עמידה בקובצנטים בנקאיים ואחרים.

#### להלן הפרמטרים הנבחנו בדירוג חברות העוסקות בתפעול והקמת תשתיות:

##### 5.5. רמת רווחיות

רמת הרווחיות הינה נגזרת ישירה לרמת יעילות החברה, וזאת מכיוון שהכנסותיהן של החברות הפועלות בענף הינן קבועות יחסית ומפוקחות<sup>6</sup>. מדדי הרווחיות אומדים את ביצועי החברה בפועל ונגזרים מיכולתה להפיק ולהשיג רווחים בהווה ובעתיד. בפרמטר זה, מושם דגש לרווח התפעולי של החברה המהווה כלי הערכה כמותי ובר השוואה לחברות אחרות בענף. ענף התחבורה מתאפיין בהעדר עונתיות בקשר עם הכנסותיהם של החברות, וזאת לאור המנגנון הקיים בענף אשר חושף במידה מועטה, אם בכלל, את החברה לביקושים<sup>7</sup>.

##### 5.6. נזילות וגמישות פיננסית

פרמטר זה בוחן, מצד אחד, את יכולת החברה להניב מזומנים ממקורותיה השוטפים - יכולת נמוכה משקפת תלות גוברת במקורות מימון חיצוניים ו/או מימוש נכסים, ומצד שני, את מידת נגישות החברה לגיוסים בשוק ההון. מקורותיה הכספיים של החברה נאמדים בהשוואה לצרכיה והתחייבויותיה בטווח הקצר. חברות בעלות תזרים מזומנים המשקף בכל תרחיש או כמעט בכל תרחיש צורך מינימאלי, אם בכלל, בגיוסי הון חיצוניים, וכאשר הנגישות לשוק ההון אינה מוטלת בספק, ידורגו בפרמטר זה בטווח העליון של הסקאלה. ככול שנזילות החברה נמוכה יותר, והיא נשענת באופן מהותי על גיוס חובות לצורך פעילותיה והשקעותיה, היא תדורגנה החלק התחתון של הסקאלה בפרמטר זה.

<sup>6</sup> המחיר מפוקח ע"י הרגולטור, ואינו נקבע ע"י השוק.

<sup>7</sup> חלק ניכר מהכנסות החברות הפועלות בענף, מעוגנות בהסכמי סובסידיה ותפעול אל מול המדינה.

## 5.7 יחסי כיסוי

**5.7.1 FFO והוצאות ריבית להוצאות ריבית:** יחס זה נועד לשקף את יכולת החברה לשרת את עלויות המימון שלה אשר מהוות גורם מהותי בסביבה עסקית מוטת השקעות הונית משמעותיות וגיוסי חוב. המונה ביחס זה מורכב מ- FFO בתוספת הוצאות ריבית - במסגרת מרכיב זה יחושבו סך הוצאות הריבית התזרימיות של החברה, והמכנה ביחס זה מורכב מהוצאות הריבית התזרימיות.

**5.7.2 FFO לחוב פיננסי:** היחס נועד לבטא את היקף תזרים המזומנים מפעילות החברה, ביחס להיקף חובותיה הפיננסים. קרי, מספר שנות החזר החוב ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון: מסים נדחים או ריבית ששולמה).

**5.7.3 RCF לחוב פיננסי:** יחס המבטא את יכולת החברה לשרת את החוב הפיננסי, לאחר תשלומי דיבידנדים לבעלי מניותיה. המונה ביחס זה מורכב מה- FFO בניכוי דיבידנדים, והמכנה מורכב מסך החוב הפיננסי במאזן החברה. בחברות מסוימות, היקף חלוקת הדיבידנדים הינו מהותי ביחס לתזרימי המזומנים שהחברה מייצרת מפעילותה, ועלול להשפיע באופן מהותי על יכולתה של החברה לפרוע את החוב הפיננסי שברשותה.

## 5.8 איתנות פיננסית

**5.8.1 הון עצמי למאזן:** יחס זה חושף את מבנה ההון של החברה ובוחן את רמת המינוף שלה. ככל שרמת המינוף של החברה הינה גבוהה יותר, כך היא חשופה לסיכונים אשראי גבוהים יותר. למעשה, ההון העצמי של החברה מהווה מעין "כרית מזומנים" נוספת, לאחר כריות הרווחיות של החברה, לספיגת אירועי קיצון בלתי צפויים. ההון העצמי של החברה נועד להגן על בעלי החוב בעתות משבר, ומהווה אינדיקטור נוסף ליציבות החברה.

**5.8.2 חוב פיננסי ל- CAP:** יחס המשמש לבחינת מינוף החברה, וכפועל יוצא, מהווה אינדיקציה לגמישותה ואיתנותה הפיננסית של החברה. לצד יחס גבוה, יחולו עלויות מימון גבוהות, אשר עלולות להגביל גיוס חוב נוסף הן בהיבט התזרימי (הגדלת הוצאות המימון), והן בהיבט עמידה בקובננטים בנקאיים ואחרים.

**5.8.3 CAPEX לרכוש קבוע:** יחס זה נועד לבחון את היקף תכנית הפיתוח וכלל ההשקעות ההוניות של החברה ביחס לרכוש הקבוע שלה. חברות הנמצאות בשלבי פיתוח מסיביים ו/או חברות "צעירות", תהיינה בעלות יחס גבוה המעיד על רמות סיכון גבוהות יותר.

## 6. שיקולים נוספים - גורמים מטיבי / מרעי דירוג

במסגרת דירוג חברות הפעולות בענף התחבורה הציבורית נלקחים בחשבון שיקולים נוספים אשר עשויים (מטיבי דירוג) או עלולים (מרעי דירוג) להשפיע על הדירוג הסופי, ואינם באים לידי ביטוי במסגרת הניתוח של הפרמטרים לעיל. **השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון במתודולוגיה זו הינם:**

### 6.1 איכות ההנהלה

יציבות ההנהלה, ניסיון ההנהלה (Track-Record), יכולת החברה להתמודד עם החדשנות בענף, יכולת ההנהלה להכיל וליישם שינויים חוצי-ארגון, מדיניות ההנהלה בקשר עם גידור הסיכונים ויכולת ההנהלה להתמודד עם עתות משבר. כאשר מדובר בהנהלה יציבה בעלת מדיניות ברורה, מוגדרת ועקבית אשר יכולה להוביל ולהוציא לפועל תהליכים חוצי-ארגון, אזי ניתן יהיה לאמוד במידה טובה יותר את יכולתה, תפישתה ואופן התנהלותה הן בתקופת צמיחה והן בתקופת משבר. הנהלה המאופיינת והפועלת בהתאם לאמור לעיל, תתמוך באופן חיובי בדירוג החברה.

## 6.2. אסטרטגיה עסקית

כחלק מהגדרת מדיניות החברה, קובעת ההנהלה את האסטרטגיה שלפיה תפעל, וכנגזרת מכך את כיוונה העתידי. בהתאם לתפישה האסטרטגית תאופיין, תוגדר ותיקבע תכנית העבודה של החברה הן לזמן הקצר והן לזמן הארוך. ככל שהאסטרטגיה תתמקד בפעילות הליבה של החברה, תהיה ברורה, עקבית ומוגדרת יותר ובעלת תכניות פעולה תומכות המוכוונות למטרות ספציפיות, כך דירוג החברה בפרמטר זה יהיה גבוה יותר.

## 6.3. בעלי מניות וצדדים קשורים

כחלק מבחינת וכימות השפעתם של בעלי המניות נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים: (1) מדיניות דיבידנדים; (2) תלות בבעלי המניות; (3) ניסיון בעלי המניות בתחומי הליבה של החברה; (4) מדיניות פיננסית; (5) מבנה השליטה; (6) עסקאות בין צדדים קשורים; (7) סבירות לתמיכה ע"י חברת האם/בעלים- יש לבחון שני היבטים: נכונות ויכולת תמיכה.

## 6.4. ממשל תאגידי

סעיף זה בוחן את הרכב ועבודתה המקצועית של וועדת הביקורת, קיום מנגנוני ביקורת, מבנה התמריצים לבכירי החברה, עסקאות עם צדדים קשורים, התנהלות אל מול מבקרים מן החוץ ומבנה הבעלות.

## 6.5. אירוע סיכון (Event Risk)

כחלק מהדירוג נלקחים בחשבון סיכויים לאירועים בלתי צפויים אשר עלולים לפגוע ולסכן 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.

## 7. נחיתות מבנית - חברות אחזקה

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות הפועלות בענף התחבורה הציבורית, נקבע ביחס לדירוג החוב של החברות המוחזקות, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחתיה. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת הנזילות, המינוף ומידת הגמישות הפיננסית, תוך התחשבות בחסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

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