

דירוג חברות קמעונאות

הזמנה להגשת הערות מהציבור | אוגוסט 2019

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאיות שפורסמה על ידה במאי 2016 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות קמעונאיות.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

(1) ריכוז פרמטרים עיקריים ושינוי פרמטרים אשר להערכתנו משקפים בצורה נאותה את מכלול השיקולים לצורך הערכת הסיכונים והאיכויות של הגופים המדורגים. לדוגמה:

- בפרמטר "רווחיות" נקבע השימוש ביחס רווח תפעולי להכנסות כמדד רווחיות מוביל גם עבור חברות שיווק הדלקים, חלף יחס רווח תפעולי לרווח גולמי אשר משמש כיום כיחס מוביל עבור חברות אלו. השינוי נועד לשמור על עקביות במדידת הרווחיות בין החברות המדורגות במתודולוגיה זו.
- בפרמטר "יחסי מינוף", הוחלף היחס חוב ל-CAP ובמקומו ניתן משקל ליחס הון למאזן כיחס מוביל למדידת מינוף מאזני, היות ואנו סבורים כי יחס זה הינו רלוונטי יותר בבחינת איכות האשראי של חברות קמעונאיות, בין היתר לאור ההסתמכות של מנפיקים שונים על מרכיב משמעותי של הון חוזר.
- בפרמטר "תזרים יחסי כסוי", נוסף הסעיף היקף FFO ויציבותו אשר נועד לתת דגש על היקף התזרים מפעולות של המנפיקים בניכוי מימון ומס, אשר עשוי להצביע על מידת התנודתיות של תזרים זה, כפרמטר נוסף המגלם גודל ויציבות. כמו כן בפרמטר זה הוסר היחס חוב פיננסי ל-FFO, היות ואנו סבורים כי היחסים הנוותרים, חוב פיננסי ל-EBITDA ו-EBIT להוצאות ריבית הינם מספקים בבחינת הכיסוי התזרימי.
- העברת פרמטרים "נזילות" ו-"גמישות פיננסית" לשיקולים הנוספים. על אף שאנו סבורים כי פרמטר הנזילות הינו קריטי לדירוגי אשראי, הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת השוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים, כמפורט בהמשך מסמך זה.
- הוספת הפרמטר "מדיניות פיננסית" כהערכה איכותית של מדיניות המנפיק לגבי חלוקת רווחים, השקעות ורכישות ממזופות וניהול הנזילות, כמאפיינים המגלמים את מידת האיזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של בעלי החוב בחברה. הפרמטר מדיניות פיננסית נכלל עד כה במסגרת "השיקולים הנוספים" במתודולוגיה הקיימת והכללתו במסגרת מטריצת הדירוג (כהגדרתה להלן) מאפשרת להערכתנו השוואתיות טובה בפרמטר חשוב זה בין המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו.

(2) פירוט משקולות הפרמטרים ומטריצת הדירוג כהגדרתה להלן כמפורט בנספח לדוח זה.

ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תיבחן מידרוג את השפעתה על כלל הדירוגים הרלוונטיים המדורגים על ידה. מידרוג מעריכה כי השינוי המתודולוגי יכול ויישא השלכות על מספר דירוגים מונפקים אשר לרוב לא תעלה על דרגת דירוג אחת.

המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטייטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה. הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני RFC@midroog.co.il עד לתאריך 19.09.2019.

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות קמעונאיות, כאשר הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות אלו. בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות קמעונאיות (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של מנפיקים אלו ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים. הערכת הפרמטרים במטריצת הדירוג יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם. לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים למנפיקים בתחולת המתודולוגיה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגזר ממטריצת הדירוג.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) תיאור ענף הפעילות (3) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה (4) פירוט הפרמטרים העיקריים (5) שיקולים נוספים (6) דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (8) מגבלות (9) דוחות קשורים (10) נספח. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על תאגידים אשר פעילות הליבה שלהם היא מכירה של מוצרים פיזיים ללקוחות שהינם בעיקר צרכני קצה פרטיים. מכירה לסוחרים זעירים אף היא עולה בגדר מכירה קמעונאית. הסחורה הקמעונאית היא בעיקרה מוצר פיזי, הגם שחברות רבות בענף מציעות שירותים כגון שירותי מימון או שירותי אחזקה ואחריות כשירותים משלימים. ערוץ המכירה העיקרי בענף הקמעונאות הינו עדיין מכירה "קלאסית" בחנויות פיזיות ("נקודות מכירה"), אולם המתודולוגיה מכסה גם ערוצי מכירות נוספים ומכירה מקוונת בפרט.

תיאור ענפי הפעילות

ענף הקמעונאות הינו ענף מגוון, המכיל קבוצה רחבה של תאגידים הפועלים בתחומי פעילות שונים זה מזה, מבחינת סל המוצרים (למשל: מזון, דלקים, מוצרי חשמל, הלבשה והנעלה, מוצרי פארמה ועוד), מבחינת המודל העסקי - מפיצים "טהורים" לצד חברות המאופיינות באינטגרציה אנכית המפעילות תשתית ייצור ומוכרות את מרכולתן באופן ישיר ללקוחות הקצה, ומבחינת ערוצי ההפצה - מכירה באמצעות רשת חנויות, מכירה מקוונת ברשת האינטרנט ועוד. תדירות הרכישה משתנה באופן רחב למדי, החל מרכישה יומיומית בקמעונאיות המזון ובקמעונאיות הדלקים וכלה ברכישת מוצרי חשמל הנעשית אחת למספר שנים. בהתאם, החברות בענף הן בעלות מאפיינים תפעוליים ופיננסיים שונים ומגוונים וחשופות לסיכונים מגוונים ובעצימות משתנה.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 4 קטגוריות עיקריות, בהן 9 פרמטרים, כאשר חלק מהפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר
ענף הפעילות	20%	יציבות הביקושים וסל המוצרים הקמעונאי	10%		10%
		מאפיינים תחרותיים	10%		10%
פרופיל עסקי	20%	היקף פעילות	5%	היקף הכנסות ומספר נקודות מכירה	5%
		מעמד עסקי	15%		15%
רווחיות	15%	רמת הרווחיות ויציבותה	15%	רווח תפעולי להכנסות	7.5%
				מידת תגודתיות הרווחיות	7.5%
פרופיל פיננסי	45%	רמת מינוף	10%	הון עצמי / מאזן	10%
				חוב / EBITDA	7.5%
		תזרים יחסי כיסוי	25%	רווח תפעולי/הוצאות ריבית	7.5%
				היקף התזרים התפעולי ויציבותו	10%
		מדיניות פיננסית	10%	-	10%
סה"כ	100%		100%		100%

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.
 ** לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת הדירוג ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.
 *** מטריצת הדירוג אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי הדירוג. להסבר ראו להלן בסעיפים: "שיקולים נוספים" ו"מגבלות".

פירוט הפרמטרים העיקריים

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם לכושר החזר האשראי.

ענף הפעילות

ענף הפעילות של מנפיק גוזר מאפיינים רבים המשותפים למנפיקים באותו ענף, ועל כן, איפיון הענף הינו בעל חשיבות באיפיון סיכון האשראי של המנפיקים הפועלים בו, וכן בהשוואה למנפיקים הפועלים בענפים שונים. מבנה שרשרת הערך בענף, רמת התחרות ותמורות מבניות בהיבטים של רגולציה, טכנולוגיה, טעמי צרכנים ועוד, הינם אבני הבניין של הסביבה התפעולית בה פועל המנפיק. ענף הקמעונאות נושא להערכתנו מידת סיכון עסקי מגוונת הנובעת במידה רבה ממאפייני סל המוצרים של הקמעונאי הגוזרים את החשיפה למחזוריות הכלכלית, לשינויים בטעמי הלקוחות ולערך המלאי. רשתות קמעונאיות מאופיינות בהיקף משמעותי של הוצאות קבועות (בעיקר הוצאות שכירות, תחזוקת נקודות מכירה ואנשי מכירה) המכבידות על הרווח ועל תזרימי המזומנים בעיתות האטה. ההשקעות ההוניות בענף כוללות הקמה ותחזוקה של נקודות מכירה, מחסנים ומרכזים לוגיסטיים. צרכים אלו דורשים לעיתים מימון בחוב והגדלת המינוף, גם באמצעות אשראי ספקים. מנגד, רשתות שיווק נהנות מתנאי תשלום קצרים מצד הלקוחות המקלים על מימון ההון החוזר ועל התרחבות. רמת התחרות מהווה אף היא פרמטר מרכזי בניתוח הענפי, והיא משתנה מסגמנט קמעונאי אחד למשנהו, בהתאם לחסמי הכניסה ורמת הריכוזיות.

הקטגוריה "ענף הפעילות" מבוססת על הערכה איכותית של מספר תתי פרמטרים התומכים בחידוד מאפייני הסיכון של הסגמנטים הקמעונאיים השונים בהם פועלים המנפיקים שאנו מדרגים. בדרך כלל המשקל שמידרוג תקנה לכל אחד מתתי הפרמטרים הינו זהה. על אף זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיין אחד או יותר הינם חשובים יחסית למאפיינים אחרים בענף ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר. כמו כן, בהתייחס לכל אחד מתתי הפרמטרים בקטגוריה זו, אין אנו מצפים כי מאפייני הסיכון של ענף מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה לענף זה יש את מרבית המאפיינים.

יציבות הביקוש לסל המוצרים של הקמעונאי

יציבות הביקוש לסל המוצרים הקמעונאי נבחנת בהתאם למאפייני סל המוצרים וליציבות הביקוש בעיקר למול המאפיינים הבאים: (1) **חשיפה למחזוריות כלכלית:** מידרוג מעריכה כי ענף הקמעונאות חשוף בייחוד למשתנים מאקרו-כלכליים המשפיעים על היקף הצריכה הפרטית, כמו שיעור האבטלה ורמת ההכנסה הפנויה. כמו כן, עבור חלק מן המוצרים הביקוש עשוי להיות מושפע מהיקף הפעילות בתחום הנדל"ן למגורים. מידת החשיפה למחזוריות הכלכלית נגזרת מאופי המוצר. ככל שהמוצר בסיסי ומצוי בשימוש יומיומי, מידת החשיפה למחזוריות הכלכלית פחותה. כאלו הם מוצרים בעלי תחלופה מהירה כגון מזון, דלק ומוצרי פארם. ככל שהמוצר מאופיין כ"מותרות" (כגון צעצועים, אופנה ומוצרי טכנולוגיה) יש להניח כי בתקופות של עלייה (או חשש מעלייה) בשיעור האבטלה הצרכנים יפחיתו רכישות של מוצרים מסוג זה. מאפיין דומה ניתן לקשור למוצרים שרכישתם מהווה הוצאה גבוהה יחסית המתבצעת אחת למספר שנים - כגון רהיטים, מוצרי חשמל וכד', כאשר בתקופות של ירידה בהכנסה הפנויה או חשש מירידה בהכנסה הפנויה, צרכנים יעדיפו לדחות רכישות מסוג זה. (2) **שינוי טעמי הלקוחות:** מוצרים ייחודיים (כגון מוצרי אופנה, רכבי יוקרה) או מוצרים עתירי טכנולוגיה חשופים ביתר שאת לשינויים בהעדפות ובטעמי הצרכנים וכן לשינויים טכנולוגיים היוצרים אצל הקמעונאי סיכון לירידה בביקוש ולערך המלאי. ככל שהמוצרים מאופיינים במחזור מלאי מהיר יותר ושינוי טעמים נמוך יותר (כגון דלק, מזון ומוצרי פארם) כך גדלה יכולת חיזוי ההכנסות ופחת הסיכון העסקי, ולהפך. (3) **עונתיות:** סגמנטים מסוימים בתחום הצריכה הפרטית והקמעונאות בפרט מאופיינים בעונתיות גבוהה, בהתאם לעונות השנה, חגים או אירועים מיוחדים (כגון חופשות, חזרה ללימודים וכד'). זאת, בהשוואה לסגמנטים הפועלים בעצימות דומה לאורך השנה (כגון קמעונאות דלקים). עונתיות גבוהה מקבלת ביטוי בריכוזיות של ההכנסות והרווח על פני רבעון אחד או שני רבעונים בשנה ומגבירה את פרופיל הסיכון של הפעילות שכן היא חושפת את הקמעונאי ל"הפסד העונה" ככל שלא נערך מראש לעונת המכירות או ככל שאירעו אירועים בלתי צפויים.

סביבה תחרותית

רמת התחרות בסגמנט הקמעונאי נגזרת מהמידה בה חסמי הכניסה מגינים על המתחרים הקיימים בפני שחקנים חדשים ובמידה בה המתחרים הקיימים מסוגלים להרחיב במהירות את הפעילות. מאפיין זה נבחן לפי מידת ההשקעה הנדרשת לכניסה לסגמנט הקמעונאי או הרחבת הפעילות בו, במידת הביזור של השחקנים בסגמנט הקמעונאי ולמאפייני הרגולציה בקשר עם הגבלים עסקיים. מאפיינים אלו עשויים להשתנות מסגמנט קמעונאי אחד למשנהו, בעיקר ביחס למוצר או השירות המשווק. בתוך כך, נבחנת גם השפעה על הסביבה התחרותית מצד החדירה של הקניות באינטרנט בסגמנטים קמעונאיים מסוימים. המעבר לקנות באינטרנט על חשבון החנויות הפיזיות וצמיחתם של שחקנים חדשים הפועלים באון-ליין כרוכה בהשפעה הולכת וגדלה על כללי המשחק התחרותיים בתחומים קמעונאיים מסוימים. חדירת הקניות באינטרנט משלבת השפעות של שינוי בערוצי המכירה, בערוצי ההפצה, בטעמי הלקוחות ומלווה בהנמכת חסמי הכניסה והגברת לחצי המחיר ובמקרים מסוימים שינוי במבנה העלויות בענף הקמעונאי.

חשיפה לגורמים אקסוגניים

חשיפה לגורמים אקסוגניים משפיעה לשלילה על היציבות הענפית ופוגמת בסיכון האשראי. ענפים החשופים באופן אינטנסיבי יותר לגורמים אקסוגניים, כגון שערי חליפין, מחירי סחורות ומחירי אנרגיה עלולים להפגין תנודתיות גבוהה יותר לאורך זמן ולהתאפיין במשברים תכופים יותר.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי כולל מאפייני מפתח של המנפיק התומכים ביכולתו לייצר הכנסות, רווחיות וערך כלכלי בתחומים בהם הוא פועל, וגם לשמור על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. מנפיקים בעלי פרופיל עסקי איכותי צפויים להתמודד טוב יותר בתקופות של תנאי שוק בעייתיים ועשויים לנצל הזדמנויות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. בהתאם לכך, אנו סבורים, כי מנפיקים אלה יעמדו בהתחייבויות שלהם בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, באופן שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש והיקף הכנסות נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר לחץ פיננסי שיפגע עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון.

קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק.

היקף הפעילות

היקף הפעילות עשוי להצביע על יכולת להגיב בצורה עצמאית ונוחה יותר למגמות בשוק, כוח קנייה חזק יותר אצל הספקים ואצל משכירי שטחי המכירה, על פיזור עסקי טוב יותר וכן הוא עשוי לתרום היכן שקיים יתרון לגודל במבנה העלויות.

מידרוג בוחנת את היקף הפעילות בפרמטר של סך ההכנסות של המנפיק. במקרים מסוימים אנו עשויים לבחון את מספר נקודות המכירה כמדד מוביל לגודל הרשת חלף היקף ההכנסות, כמו למשל במקרה של קמעונאיות דלקים. כמו כן התחשבות במספר נקודות המכירה תתבצע לצרכים השוואתיים על מנת לגשר על פערים בהיקף ההכנסות הנובעים ממוצרים בעלי מאפיינים שונים (מוצרי מזון לעומת מוצרי חשמל, למשל). לצורך זאת אנו גם מתייחסים לנתח השוק כמבטא את הגודל היחסי בסגמנט הפעילות.

מעמד עסקי

הדירוג של פרמטר זה מבוסס על הערכה איכותית וכמותית של אספקטים המשויכים למאפיינים של המנפיק ביחס לסביבה בה הוא פועל, בדגש על פריסת הרשת ונתחי שוק, צמיחה פנימית של הרשת הקמעונאית וכן הבידול של הצעת הערך הקמעונאית והתאמתה לסגמנט הקמעונאי הרלוונטי.

פרישת הרשת הקמעונאית

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

חוזק המותג

חוזק מותג מוגדר על ידנו כגורם אשר מניע לקוחות לרכישת מוצרי הקמעונאי ומקנה לו ערך מוסף בהשוואה למוצרים אחרים. הערך המוסף האמור תורם לחסמי מעבר גבוהים יותר ולנאמנות לקוחות, ועשוי לאפשר לקמעונאי לגבות פרמיה על מוצריו או לחילופין לשמור על תנועת לקוחות גבוהה. כך, מותג חזק עשוי להיתרגם לשיעורי רווחיות גבוהים או יציבים בהשוואה למתחרים שאינם מחזיקים במותג חזק ולשפר את יכולת הקמעונאי להתמודד עם משברים ותקופות האטה. חוזק המותג נבחן באמצעות נתח השוק של הקמעונאי מתוך הסגמנט הקמעונאי הרלוונטי (ככל שקיימים נתונים) או לחילופין פרישת הרשת, צמיחת המכירות הפנימיות לאורך המחזור הכלכלי ושיעור הרווח הגולמי לאורך זמן בהשוואה למתחרים, כגורמים המעידים על חוזק הרשת ונאמנות הלקוחות.

התמהיל הקמעונאי

מידרוג בוחנת את הנכסים השיווקיים של הקמעונאי, בדמות מספר המותגים שמחזיק הקמעונאי שהינם מובילים בקטגוריה הקמעונאית, מספר פרמטים קמעונאיים שונים ויכולתם לשרת את הצעת הערך הקמעונאית, מותגים פרטיים, מועדוני לקוחות, ערוצי מכירות מגוונים (לרבות ערוץ און-ליין בקטגוריות הרלוונטיות) וכד.

ערוץ מכירה דיגיטלי

היקף המכירות המקוונות (און-ליין) מצוי בעלייה ומהווה אתגר עבור הרשתות הקמעונאיות וערוצי המכירה המסורתיים בסגמנטים קמעונאיים רבים. מעבר להשלכות שיש למכירות המקוונות על תדירות הקניות בחנויות המסורתיות, הרכישה המקוונת מייצרת לחצי מחיר בענפים קמעונאיים רבים. מגמה זו צפויה להמשיך ולהתגבר נוכח השינויים בהרגלי הצריכה והיא מקבלת ביטוי במתודולוגיה זו באיפיון הסיכון הענפי של הסקטור הקמעונאי. בנוסף, קמעונאים מסורתיים בעלי אסטרטגיית און-ליין מבוססת ומוכחת עשויים לזכות ביתרון יחסי בהשוואה לקמעונאים הנעדרים אסטרטגיה כזו, או שאין להם היכולת הפיננסית לתמוך בהקמה ופיתוח של ערוץ מכירות און-ליין. יתרון זה נבחן ביחס למאפיינים של הסקטור הקמעונאי, השתלבות ערוץ המכירות המקוון בכלל האסטרטגיה השיווקית והצעת הערך של הקמעונאי והיקף המכירות בערוץ זה ביחס לסך מכירות החברה.

צמיחה אורגנית מול התרחבות

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

ככלל, אין אנו מצפים כי מאפייני הפרופיל העסקי של מנפיק מסוים יתאימו במדויק למאפיינים של קבוצת דירוג או סימן דירוג ספציפי המפורטים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים הינם חשובים ביחס למנפיק ספציפי באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר. לדוגמה, מנפיק אשר מאופיין בחוזק מותג בינוני ונתח שוק נמוך למדי, אולם מציג צמיחה אורגנית בולטת לטובה במכירות, אזי במקרה כזה ייתכן וינתן משקל גבוה לצמיחה האורגנית לשם קביעת הניקוד בפרמטר המעמד העסקי במטריצת הדירוג.

רווחיות

שיעור הרווח התפעולי להכנסות (EBIT%) מהווה מדד מרכזי לבחינת הרווחיות בענף הקמעונאות. פרמטר זה הינו הרווח מפעילות לפני הוצאות מס ומימון ביחס להכנסות מהפעילות. אנו עשויים לבצע התאמות לרווח התפעולי החשבונאי על מנת לנטרל סעיפים חד פעמיים ולהתמקד במגמות בפעילות הליבה השוטפת. שיעור הרווח התפעולי להכנסות מגלם הן את המרווח הקמעונאי כפי שהוא מתבטא ברווחיות הגולמית (Gross profit %), המשקפת את סל המוצרים ואת מדיניות התמחור של הקמעונאי במסגרת האסטרטגיה השיווקית הכוללת, והן את שיעור הוצאות התפעול ביחס למכירות, המבטאות את עומס הוצאות השכירות, יתרונות לגודל ויעילות תפעולית. בנוסף, אנו בוחנים את מבנה ההוצאות התפעוליות של החברה ואת מידת הגמישות התפעולית והיכולת להתאים את מבנה ההוצאות לעיתות של האטה או משבר ענפי. אנו חותרים לבחון את הרווחיות לאורך זמן, ככל שניתן, לרבות בתקופות של משברים.

הרווחיות משקפת את מאפייני הסקטור הקמעונאי והתחרות השוררת בו ואת היתרונות היחסיים של הקמעונאי, כגון חוזק המותג או חוזק הצעת הערך הקמעונאית, יעילות תפעולית, בעלות על נכסים אסטרטגיים וכוח המיקוח של הקמעונאי מול הספקים, לרבות למול בעלי הנדלן המסחרי. כמו כן, הרווחיות עשויה לשקף את מדיניות הצמיחה של הקמעונאי, כאשר התרחבות ופתיחת נקודות מכירה חדשות מובילות, לפי רוב, לשחיקה בשיעורי הרווחיות. אנו מביאים בחשבון כי לקמעונאים מרכיב מהותי של הוצאות תפעול קבועות, ובראשן דמי השכירות לחנויות, תחזוקת החנויות והוצאות מכירה. שיעורי רווחיות גבוהים עשויים לשמש כרית לספיגת הפסדים ולהקנת לקמעונאי יכולת להתמודד עם תקופות האטה או התרחבות המייצרות לחצים על מרווחי המכירה. מידת התנדוטיות של שיעורי הרווחיות ויציבות הרווחים מהוות אף הן מדד חשוב להערכת יעילות הניהולית של החברה והיקף חשיפתה של החברה לגורמים אקסוגניים.

פרופיל פיננסי

מינוף פיננסי יחסי כיסוי הם אינדיקטורים לגמישות הפיננסית של החברה וליציבותה לאורך זמן. גמישות פיננסית הינה בעלות חשיבות לחברות קמעונאיות, שעסקיהן נדרשים להסתגל באופן מתמיד לשינויים בטעמי הצרכנים. בחינת הפרופיל הפיננסי כוללת את סוגי הפרמטרים הבאים: (1) רמת מינוף (2) תזרים יחסי כיסוי (3) מדיניות פיננסית, כדלקמן:

רמת מינוף

במסגרת פרמטר זה, אנו בוחנים את שיעורי המינוף של המנפיק. שיעורי המינוף משפיעים, בין היתר, על יכולתו לגייס הון זר נוסף בעת הצורך ועל יכולתו לנווט את פעילותה בעת שינויים כלכליים ועסקיים.

בפרמטר זה מידרוג בוחנת את היחס *הון עצמי / סך מאזן*. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו סך ההון העצמי של החברה (לרבות זכויות מיעוט) והמכנה הינו סך המאזן. ההון העצמי עשוי לכלול סעיפים שהינם זהים או דומים לו במאפייניו, כגון הלוואות בעלים נחותות, שטרי הון וכיו"ב.

תזרים יחסי כסוי

פרמטר זה מעיד על גמישות המנפיק ויכולת הקיום שלו בטווח הזמן הארוך, לרבות יכולתו להתאים עצמו לשינויים בסביבה הכלכלית ובענף הפעילות בהם הוא עוסק. בפרמטר זה מידרוג בוחנת את שלושה תתי פרמטרים:

- **רווח תפעולי / הוצאות ריבית** - המונה הינו סך הרווח התפעולי והמכנה הינו סך הוצאות הריבית. יחס זה מבטא את יכולת המנפיק לשלם ריבית מהפעילות השוטפת. יחס זה הינו מדד ליכולת החברה להמשיך למחזר את חובה ומעיד בין השאר על גמישות פיננסית. יתרון המדד בכך שהוא מחליק את השפעת העונתיות בהיקף החוב הפיננסי, למשל עבור חברות בעלות צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לאורך השנה.
- **חוב / EBITDA** (earnings before interest, tax, depreciation & amortization) - המונה הינו סך החוב הפיננסי והמכנה הינו סכום ה-EBITDA, הרווח מפעילות לפני הוצאות ריבית, הוצאות מס, הוצאות פחת והפחתות. היחס מצביע על מידת החוב שהחברה נטלה ביחס לרווחיה השוטפים, והינו אינדיקטור לחוזק שירות החוב של המנפיק. 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. EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. בד בבד, נתון EBITDA גם מנטרל הוצאות פחת והפחתות ומכאן שאינו משקף את צורכי ההשקעה השוטפים.
- **היקף המקורות מפעולות ויצבותם - FFO** (funds from operation) זהו תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים. ככלל, FFO יכלול תשלומי ותקבולי ריבית ומסים, ולרוב דיבידנדים שוטפים מחברות מוחזקות. יצוין, כי מידרוג עשויה לבצע התאמות מסוימות ליחס זה. פרמטר זה מבטא את המקורות הפנימיים שמייצרת החברה מהכנסותיה, בניטרול פערי עיתוי הנובעים משינויים בהון החוזר, ומשמש נקודת מוצא לניתוח השימושים ההוניים של החברה, הכוללים השקעות הוניות, חלוקת רווחים ושירות החוב. ככל שהיקף ה-FFO הינו גבוה יותר, כך, להערכת מידרוג, הוא חשוף במידה פחותה יותר לתנודות העלויות להשפיע לרעה על התזרים לשירות החוב ועל היחסים הפיננסיים. אנו בוחנים גם את סכום המקורות מפעולות בניכוי השקעות הוניות (FFO-CapEx), המבטא את המקורות הפנימיים לאחר גם שימור אמצעי הייצור הקיימים.

מדיניות פיננסית

על-פי גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית, כדוגמת רמת המינוף ומדיניות הנזילות, נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. פרמטר המדיניות הפיננסית נועד גם להעריך את מידת האיזון שבה נוקטת הנהלת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב ואת מידת השמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות, רכישות ממונפות וניהול סיכונים באופן כללי.

פרמטר המדיניות הפיננסית מוערך על ידינו באופן איכותני, בעיקר בהתבסס על ניתוח מאפייני הפעולה של החברה והנהלתה לאורך השנים האחרונות (טרק רקורד), ולפי תתי הפרמטרים העיקריים, כדלקמן:

- **חלוקת דיבידנד** - לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, שלא אגב הגדלת חוב, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסיים בחברה קשורה.

- **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.
- **ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסיבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, חשיפה לריבית וחשיפה והשקעות בניירות ערך.
- **מידת הנראות והיציבות של המדיניות הפיננסית** - בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. אנו מקנים יתרון לחברות בעלות מדיניות פיננסית שקופה, ובפרט כאשר זו מבטאת מחויבות ערכית לשמירת רמת דירוג גבוהה של המנפיק. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג.

שיקולים נוספים

דירוגים עשויים לכלול פרמטרים נוספים שאינם כלולים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, מדובר בפרמטרים אשר חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים הם ייחשבו בעינינו כגורם מבדל משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות ואלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג של חברות קמעונאות ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **נזילות** - פרמטר זה הינו קריטי לדירוגי אשראי, אולם הוא עשוי שלא לייצר הבחנה מהותית ברמת השוואתיות של מנפיקים בעלי דירוג אשראי זהה. לכן, יותר ראוי לבחון את השפעת הנזילות במסגרת השיקולים הנוספים. בחינת הנזילות של החברה תיבחן לרוב באמצעות יחס מקורות לשימושים אשר מבטא את יכולת החברה להתמודד עם התחייבויותיה השוטפות.
- **איכות ההנהלה** - ניסיון ההנהלה הינו 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 תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution risk).
- **אסטרטגיה עסקית** - אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בין היתר בהתייחס למדיניות התרחבות וכניסה לשווקים חדשים. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניותיה לעתיד.
- **בעלי מניות** - אנו עשויים לבחון את השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה באמצעות בחינת 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. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטורים ושינויים במבנה ההון של החברה.
- **גמישות פיננסית** - מידרוג לרוב תבחן עמידת המנפיק באמות המידה הפיננסיות השונות. אי עמידה באמות מידה או, קירבה משמעותית להפרת אמת מידה פיננסית, בין אם תהווה עילה לפירעון מיידי ובין אם תביא לסנקציה אחרת, עלולה להשפיע לשלילה על דירוג המנפיק ותקבל ביטוי שלילי בשיקולים נוספים. מנגד, אנו עשויים לבחון באופן חיובי את יכולתם של מנפיקים לייצר נזילות על ידי נטילת הלוואות בגין נכסים לא משועבדים ו/או מימוש נכסים אלו.

- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי" להלן.
- **סיכון סביבת הפעילות** - מידרוג בוחנת את הסיכונים הנובעים משינויים בסביבה המאקרו כלכלית, העסקית, הרגולטורית, הטכנולוגית והמשפטית ואת השפעתם על הסיכון הענפי. במידה ולהערכת מידרוג הסיכון אינו משתקף במלואו בתחזית הפיננסית ובציוני המטרצה, מידרוג עשויה לבצע התאמות נוספות לדירוג.
- **סיכון מדינת הפעילות** - במקרים מסוימים, יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי וודאות ו/או חוסר יציבות גבוה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- **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. במסגרת השיקולים האחרים אנו עשויים לבחון גם שיקולים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת סטנדרטיים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק ועוד.

דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי

לאחר בחינת תוצאות מטריצת הדירוג והשיקולים הנוספים וכן מתודולוגיות רוחביות אחרות, דירוגי מכשירים פיננסיים יכול שייקבעו בדירוג גבוה או נמוך ביחס לדירוג המנפיק בהתבסס להערכתנו ביחס לשונות בשיעורי ההפסד הצפוי היחסי כפי שבאים לידי ביטוי בבכירות המכשיר וקיומן של בטוחות. דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא-מובטחות כהגדרתו במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג¹. למתודולוגיות "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" ו"דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי", יש לפנות לאתר מידרוג www.midroog.co.il.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על חברות קמעונאיות כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת הדירוג ורבים מהשיקולים הנוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

מגבלות מטריצת הדירוג

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת הדירוג לבין הדירוגים בפועל. מטריצת הדירוג במתודולוגיה זו הינה כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה במטריצת דירוג זו. כמו כן, השימוש במטריצת הדירוג עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

המשקלות לכל תת-פרמטר ופרמטר במטריצת הדירוג מייצגות את חשיבות הפרמטר בהחלטות וועדת הדירוג בקביעת הדירוגים בענף, אך החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים במטריצת הדירוג, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

אנו עשויים לעשות שימוש במטריצת הדירוג לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים המתננים, באופן איכותי.

¹ הנכם מוזמנים לעיין במסמך הסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר מידרוג www.midroog.co.il

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים בענף זה. חברות בענף זה עלולות לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים המסתתרים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטווח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 19.08.2019

נספח

נספח 1.1 - אופן המדידה או ההערכה של הפרמטרים במטריצת הדירוג

לצורך מדידה והערכת הפרמטרים בדירוג, אנו לרוב משתמשים במידע ונתונים מהדוחות הכספיים של המנפיק או דיווחים אחרים של המנפיק, כמו גם מנתונים אחרים ומהערכות מידרוג. אנו עשויים לעשות שימוש גם במידע שאינו פומבי. הדירוגים הינם צופים פני עתיד וכוללים את ציפיותינו לביצועים הפיננסיים והתפעוליים של המנפיק. יחד עם זאת, הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות של ביצועי המנפיק וכן השוואה למנפיקים אחרים. הפרמטרים במטריצת הדירוג יכולים להתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. כחלק מהניתוח, מידרוג עשויה לבחון תרחישי רגישות שונים ביחס לגורמים שלהערכתה עשויים להשפיע על ביצועי המנפיק. תרחישים אלו עשויים לכלול, לדוגמה, שחיקה בשיעור הרווחיות, שינויים בשערי ריבית ו/או שערי חליפין, ועוד. מידרוג אף יכולה לבצע התאמות לפרמטרים שלפי דעתה משקפים בצורה נאותה יותר את כושר החזר האשראי של המנפיק ו/או מאפשרות השוואה אל מול מנפיקים אחרים.

נספח 1.2 - מטריצת הדירוג לחברות קמעונאיות

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aa.il ומעלה	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
ענף הפעילות	יציבות 70 המוצרים הקמעונאי		10%	מוצר בסיסי המצוי בשימוש יומיומי של לקוחות הקצה ובעל גמישות ביקוש נמוכה מאוד/ נמוכה. הביקוש למוצר ניתן לחיזוי במידה טובה מאוד וחשוף במידה מועטה לשינויים בטעמי הצרכנים או למחזוריות הכלכלית (למשל: דלקים, תרופות ומוצרי מזון).	מוצר בסיסי במידה בינונית. קיימת סבירות מועטה/בינונית לדחיית רכישה בעקבות חששות כלכליים ומחזוריות כלכלית שלילית.. הביקוש בעל יציבות גבוהה/בינונית וחשו במידה מסויים לשינויים בטעמי הצרכן או לשינויים טכנולוגיים.	מוצר בעל חיוניות נמוכה יחסית, נרכש בתדירות נמוכה יחסית (אחת לכמה שנים) וניתן לדחות את רכישתו (כדוגמת מוצרי צריכה בלתי מתכלים או מוצרי מותרות); הביקוש למוצר חשוף במידה לא מבוטלת למחזוריות הכלכלית ו/או חשוף במידה מסוימת לשינויי טעמים או התפתחויות טכנולוגיות.	המוצר חשוף מאוד לשינויים טכנולוגיים, אופנתיים או שינויי טעמים; מוצר מותרות בעל חשיפה גבוה למחזוריות הכלכלית.
	מאפיינים תחרותיים		10%	חסמי הכניסה לענף הקמעונאי גבוהים מאוד/גבוהים; הענף ריכוזי יחסית וכולל מספר מועט של קמעונאים גדולים (2-4) החולשים על נתח שוק מהותי (מעל 50%) כאשר השחקנים הבאים אחריהם קטנים במידה משמעותית; לחצי המחירים אינם גבוהים על פני הזמן; הרגולציה אינה מהווה גורם מעודד תחרות במידה משמעותית.	חסמי הכניסה לענף הקמעונאי גבוהים/בינוניים; הענף אינו ריכוזי/הענף מבוזר וכולל מספר שחקנים גדולים/בינוניים (5-10) החולשים יחד על נתח שוק שאינו עולה על 40% כאשר יתר השוק מבוזר מאוד; לחצי המחירים עשויים להיות גבוהים מעת לעת / גבוהים בכל עת והענף ידע משברים ראויים לציון נוכח סביבה תחרותית מכבידה; הרגולציה עשויה להוות גורם מעודד תחרות אפקטיבי ומשמעותי;	חסמי הכניסה לענף הקמעונאי בינוניים/נמוכים; הענף מבוזר יחסית / מבוזר מאוד וכולל מספר לא מועט (מעל 10) או מספר רב (מעל 15) של שחקנים קטנים יחסית אשר כל אחד בנפרד אינו מהווה מעל 2-3% מהשוק; לחצי המחירים גבוהים בכל עת והענף ידע משברים ראויים לציון נוכח סביבה תחרותית מכבידה.	חסמי הכניסה לענף הקמעונאי נמוכים/נמוכים מאוד; לחצי המחירים גבוהים בכל עת והענף ידע משברים ראויים לציון נוכח סביבה תחרותית מכבידה.

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il ומטה
פרופיל פיננסי	מינוף פיננסי	הון/מאזן	10%	≥50%	35%-50%	20%-35%	10%-20%	≤10%
	תזרים יחסי כיסוי	EBIT / Interest expenses	7.5%	≥6	4.5-6	1.5-4.5	1-1.5	≤1
		Debt / EBITDA	7.5%	≤1.5	1.5-3.5	3.5-5.5	5.5-8.5	≥8.5
		היקף התזרים התפעולי ויציבותו	10%	תזרים תפעולי FFO משמעותי בהיקף של מעל 300 מיליון ₪, יציב מאוד, מכסה בסבירות גבוהה צורכי השקעה בהון חוזר והשקעות הוניות קבועות	תזרים ממפעולות FFO בין 100 ל- 300 מיליון ₪, יציב, FFO-CapEx עלול להיות נמוך מתחת 60 מיליון ₪	תזרים מפעולות FFO בינוני ש בין 40-100 מיליון ₪, עלול להיות תנודתי; FFO-CapEx עלול להיות מתחת 20 מיליון ₪	תזרים מפעולות FFO בין 15-40 מיליון ₪, תוך תנודתיות/ תנודתיות גבוהה. FFO-CapEx עלול להיות אפסי עד שלילי	תזרים מפעולות FFO נמוך מ-10 מיליון ₪ עד שלילי
פיננסיות	מדיניות פיננסית	10%	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת הסיכון לאירוע (event risk) שיוביל בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה	המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת הסיכון לאירוע (event risk) שיוביל בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה	המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חזיון במידה טובה/במידה בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות; התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה / בינונית; ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה/במידה בינונית; מדיניות החלוקה יכול ובאה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב והדבר ניכר גם במדיניות חלוקה; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין החברה	המדיניות הפיננסית של החברה נטוה במידה רבה להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב; הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע; לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין החברה	

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.

** הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים *** בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת הדירוג בה למנפיק זה יש את מרבית המאפיינים. יחד עם זאת, ייתכנו מקרים בהם מאפיין אחד או יותר הינם חשובים יחסית למאפיינים אחרים במנפיק ספציפי ויש להם השפעה גדולה על ניקוד הפרמטר.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>