

# דירוגים לזמן קצר

דוח מתודולוגי | דצמבר 2019

## אנשי קשר:

סופי טוביאקוב  
אנליסטית

[sophiet@midroog.co.il](mailto:sophiet@midroog.co.il)

אבי בן-גון, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים

[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

ישי טריגר, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני האשראי הגלומים בדירוגים לזמן קצר של ניירות ערך מסחריים<sup>1</sup> (להלן: "נע"מ") וכן דירוגים נוספים לזמן קצר כמתואר בסעיף תחולת המתודולוגיה להלן. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים, המשפיעים על דירוג נע"מ. בדוח זה מוצגים קווים מנחים לדירוג נע"מ (להלן: "הקווים המנחים"). להערכתנו, קווים מנחים הינם כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את כושר החזר האשראי של תאגידים ביחס למכשירי נע"מ, ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוג לזמן קצר. הערכת הפרמטרים בקווים המנחים יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ומכשירי חוב ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים בקווים המנחים. 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 לדירוגי נע"מ. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתינים, באופן איכותי.

כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגזר מהקווים המנחים.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) הגדרת סולם הדירוג לטווח קצר (3) קווים מנחים בדירוגים לזמן קצר (4) מיפוי דירוג המנפיק לזמן ארוך לדירוג לזמן קצר (5) ניתוח הנזילות של המנפיק (6) שיקולים נוספים (7) מאפייני מעברי הדירוג של דירוגים לזמן קצר (8) הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג (9) מגבלות (10) דוחות קשורים. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו מהווה בסיס לדירוג לזמן קצר של נע"מ עבור תאגידים ומוסדות פיננסיים.

דירוג לזמן קצר הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו לזמן הקצר וזאת בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. התקופה לפדיון של התחייבויות המדורגות בדירוג לזמן קצר הינה עד שנה, במועד הנפקתן. כמו כן, ייתכן והדירוג יינתן למסגרות נע"מ אשר בהתאם לתנאיהן מתחדשות מעת לעת, בכפוף לתנאים מסוימים.

בנוסף לדירוג נע"מ, מידרוג מדרגת בדירוג לזמן קצר פיקדונות בבנקים, דירוג הנגזר מדירוג הפיקדונות לזמן ארוך של הבנק. למתודולוגית מידרוג לדירוג בנקים הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג. הטבלה המשמשת את מידרוג למיפוי הדירוגים לזמן ארוך לדירוגים לזמן קצר משמשת גם בקביעת דירוג הפיקדונות לזמן קצר בבנקים. מיפוי זה מוצג בדוח זה להלן.

עוד יצויין כי קיימים בעולם מכשירים פיננסיים מסוג נע"מ מגובי נכסים (ABCP - Asset Backed Commercial Paper), אשר דירוגם מבוסס על מתודולוגית דירוג נפרדת (ונסמך בעיקר על דירוג ספק הנזילות לעסקה). במידה וידורגו מכשירים מסוג זה בישראל, תפורסם מתודולוגיה מתאימה.

**המתודולוגיה תחול על דירוגים כמתואר לעיל החל מיום 16.12.19 ותחליף את המתודולוגיה לדירוג זמן קצר של ניירות ערך מסחריים ממאי 2015. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מנובמבר 2019 ותוצאות הערות הציבור מיום 16.12.19, הינכם מופנים לאתר מידרוג.**

<sup>1</sup> נע"מ מוגדרים בחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 כדלקמן: "ניירות ערך המונפקים בידי תאגיד שהם התחייבות התאגיד לשלם למחזיק סכום כסף, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההצעה ואינו מאוחר מתום שנה מהיום האמור, ואשר אינם ניתנים למימוש או המרה, לניירות ערך אחרים". יודגש כי מתודולוגית דירוג זו מתייחסת גם לדירוג נע"מ שאינם רשומים למסחר.

## הגדרת סולם הדירוג לטווח קצר

הדירוג לזמן הקצר הינו הערכת מידרוג בדבר כושר החזר האשראי היחסי לזמן הקצר של המנפיק, כמפורט בסולם הדירוג להלן:

**P-1.il** מנפיקים המדורגים **Prime-1.il** הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.

**P-2.il** מנפיקים המדורגים **Prime-2.il** הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.

**P-3.il** מנפיקים המדורגים **Prime-3.il** הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.

**NP.il** מנפיקים המדורגים **Not Prime.il** אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- **Prime.il**.

## קווים מנחים בדירוגים לזמן קצר

דירוג לזמן קצר מגלם שני פרמטרים עיקריים שהינם: (1) דירוג המנפיק לזמן ארוך (1-2) הערכת רמת הנזילות של המנפיק. ככלל הדירוג לזמן קצר נגזר מהדירוג לזמן ארוך, כאשר לניחות הנזילות שמידרוג מבצעת עלולה להיות לרוב השפעה שלילית במידה ורמת הנזילות אינה מספקת, להערכתנו. יש לציין, כי ככל שהדירוג לזמן ארוך גבוה יותר לאורך סולם הדירוג, כך הדירוג לזמן קצר צפוי שיהיה יציב יותר. כך, דירוגים בקבוצת ה- **Aa.il** וה- **A.il** שניהם עשויים להיות ממופים לדירוג זמן קצר של **P-1.il**, אולם יציבות הדירוג לזמן קצר בקבוצה הגבוהה יותר רבה יותר.

בנוסף נציין, כי בדירוגי פיקדונות לזמן קצר ונע"מ בבנקים מבוצע מיפוי בין דירוג הפיקדונות לזמן ארוך לדירוג לזמן קצר בהתאם לטבלה 1 בדוח זה וכן מבוצעת בחינה של פרופיל הנזילות של הבנק. כאשר הערכת פרופיל הנזילות של הבנק הינה מרכיב משמעותי בהערכת ה- **BCA** וכנגזר בדירוגי הפיקדונות ומכשירי החוב לזמן ארוך ולזמן קצר.

## מיפוי דירוג המנפיק לזמן ארוך לדירוג לזמן קצר

ככלל, אנו מצפים כי ככל שהדירוג לזמן ארוך של מנפיק הינו גבוה יותר, כך כושר החזר האשראי לזמן קצר יהיה טוב יותר. הגורמים המשפיעים על סיכון האשראי בזמן הארוך ובזמן הקצר עשויים להיות דומים. מנפיקים המדורגים בדירוגים גבוהים לזמן ארוך הינם בעלי פרופיל פיננסי חזק, לרבות נזילות מבוססת, כרית הון משמעותית וגמישות פיננסית טובה, אשר מפחיתים את הסבירות לאירוע כשל או חדלות פירעון לא צפוי. על כן, הגורם המשמעותי בקביעת הדירוג לזמן קצר למנפיק הינו הסיכון לכשל פירעון לזמן ארוך ובהתאם הדירוג לזמן קצר נגזר מהדירוג לזמן ארוך, כמתואר בטבלה להלן, רמת אי הודאות של מקורות הפירעון לזמן הקצר הינה נמוכה יותר ועל כן כל קבוצת דירוגים לזמן ארוך מתמפה לדירוג אחיד לזמן קצר, כאשר דירוג זה ניתן לחוב אשר במועד הנפקתו מועד הפירעון המקורי אינו עולה על 12 חודשים.

טבלה 1. מיפוי דירוג לזמן ארוך לדירוג לזמן קצר

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	
Baa3.il	Prime-3.il
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	NotPrime
Ca.il	
C.il	

\* ישנם מספר תחומים חופפים, בהם מדירוג מסוים לזמן ארוך נגזרים שני דירוגים אפשריים לזמן הקצר. יצויין כי מנפיקים המדורגים בדירוג לזמן ארוך בין il.A3 ל-Baa2.il ימופנו, בדרך כלל, לדירוג il.Prime-2.  
 \*\* לא מוצב אופק דירוג נפרד לדירוגים לזמן הקצר, וזאת בשל הבלבול שיכול לנבוע ביחס לאופק הדירוג, המוצב לדירוגים לזמן ארוך, לאור המיפוי של קבוצת דירוגים לזמן ארוך לדירוג יחיד לזמן הקצר ולאור התחומים החופפים בחלק מהדירוגים לזמן הארוך.

במקרים החריגים בהם הדירוג אינו משקף מיפוי בהתאם לטבלה לעיל, הדבר נובע מסיכון גבוה לשינוי הדירוג לזמן הארוך ו/או חוזקות או חולשות של תנאי הנזילות המגבים אשר עשויים להשפיע על כושר החזר האשראי לזמן הקצר. כך, חברה אשר הדירוג לזמן ארוך שלה הינו il.A3 לרוב תמופה לדירוג זמן קצר של il.P-2, למעט במקרים בהם ניתוח הנזילות של החברה לאורך חיי הנע"מ בולט לטובה ונסמך ברובו על מקורות פנימיים ומסגרות חתומות וללא צורך מחזור חוב ובמכירת נכסים שלא במהלך עסקים שוטף.

מקרה נוסף שבו הדירוג לזמן קצר עשוי שלא לשקף את המיפוי, הינו כאשר חברת האם מעמידה ערבות לנע"מ של חברת הבת. במקרה זה, הדירוג לזמן קצר של חברת הבת יכול להיות ממופה מהדירוג לזמן ארוך של חברת האם ולא משל המנפיק עצמו.

כאשר עיקר החוב לזמן ארוך של החברה הינו חוב מובטח ודירוג המנפיק זהה לדירוג החוב לזמן ארוך, כמפורט במתודולוגיית שיקולים מבניים של מידרוג, המיפוי לדירוג לזמן קצר יעשה על פי דירוג החוב לזמן ארוך המובטח. במידה ודירוג המנפיק של מנפיקים אשר החוב לזמן ארוך שלהם מובטח הינו גבולי בהתאם לטבלת המיפוי, יישקל מיפוי הדירוג לזמן קצר מדירוג נמוך יותר ביחס לדירוג המנפיק וזאת כתלות בהיקפי הנע"מ וניתוח הנזילות של החברה.

נציין, כי למנפיק ללא דירוג לזמן ארוך או דירוג מקביל, הדירוג לזמן קצר ייקבע על בסיס הערכת אשראי (שיתכן ולא תהיה פומבית).

**ניתוח הנזילות של המנפיק**

לאחר מיפוי הדירוג לזמן ארוך לדירוג לזמן קצר הנגזר, כאמור, נבחן פרופיל הנזילות של החברה גם בהתאם למאפייני הנע"מ ובנוסף לבחינת הנזילות אשר נבחנת בדירוגי החוב לזמן ארוך, כפי שמצוין במתודולוגיות הענפיות השונות. ניתוח הנזילות מבוצע ע"י בחינת הלימת המקורות את השימושים של החברה לשנה הקרובה, אשר מצביעה על רמת הנזילות של החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.

כך, מקורות החברה כוללים, בין היתר, את יתרת המזומנים בחברה, ני"ע, תזרים מפעילות שוטפת, ו/או מימוש נכסים שוטף, הצפוי להתקבל השנה ברמת וודאות גבוהה וכן את מסגרות האשראי הפנויות שקיבלה החברה מבנקים, או גורמי מימון אחרים. בבחינת מסגרות האשראי מגורמי המימון נלקחים בחשבון פרמטרים שונים, ביניהם: האם המסגרת חתומה או לא, קובננטים ועילות לפירעון מייד, הסתייגויות הקיימות בהסכמי המימון, תוקפן, טיב מערכת היחסים של החברה עם גורמי המימון ועוד. מקורות תזרימיים שאינם

מפעילות פנימית, כגון מכירת נכסים, קבלת דיבידנדים מיוחדים, גיוסי חוב והון עתידיים, ייבחנו לפי מידת הוודאות ונראות תזרימי המוזמנים הנובעים מהם, בהתאם למאפיינים של כל עסקה.

השימושים של החברה כוללים, בין היתר, את חלויות החוב לזמן ארוך, פירעונות אשראי לזמן קצר, השקעות בהון חוזר ו-Capex, חלוקת דיבידנדים וכדומה.

בניתוח זה נבחנת גם הגמישות הפיננסית של החברה ונגישותה לגורמי מימון, בין היתר, ע"י בחינת מרווח הביטחון של החברה אל מול אמות מידה פיננסיות, שהציבו המממנים השונים ויכולתה למחזר חוב במידת הצורך.

מעבר לבחינת הנזילות הכללית באמצעות בחינת המקורות והשימושים, כמתואר לעיל, נבחן מאפיין מרכזי נוסף והוא האם קיימת אופציית פירעון מוקדם בשליטת המלווה, אשר עלולה ליצור אי ודאות לגבי מועד פירעון הנע"מ. הקדמת מועד הפירעון בפרק זמן קצר, עלולה לגרום לאירועי נזילות לחלק מהחברות, כתלות בין היתר בהיקף הנע"מ, מכיוון שיכולת יצור התזרים, ו/או מועדי הפירעון של הנכסים אינם תואמים את פרק זמן ההתראה של הפירעון המוקדם, זאת כאשר כרית הנזילות השוטפת עלולה שלא לספק.

במקרים בהם קיימת אופציה מסוג זה מידרוג תסתמך, בדרך כלל, על כרית ביטחון לצורך התמודדות עם אי הוודאות הנובעת מעיתוי מועד הפירעון ופרק הזמן הקצר לתשלום מרגע ההודעה בדבר פירעון מוקדם. כרית זו עשויה לכלול מסגרת אשראי חתומה ופנויה לאורך חיי הנע"מ, יתרת נזילות מספקת, או תחליף נזילות מאיכות גבוהה. כך, נכס מאיכות גבוהה מוגדר ע"י מידרוג כנכס כספי שסיכון האשראי שלו נמוך מאוד וללא סיכון שוק, כך שלא קיימת תנודתיות בשווי והינו נזיל. כהגדרתנו, נכס שכזה הינו נכס כספי המקנה זכות לתקבולים, אשר הצד הנגדי לתקבול הינו בנק, חברת כרטיסי אשראי, או מבטח בדירוג גבוה (בקבוצת דירוג Aa.il), כאשר הזמן לפדיון הנכס הינו נמוך מזמן ההתראה של אופציות הפירעון המוקדם, כך שיווצר עודף מספק ביחס להיקף הנע"מ וביחס לתרחישי הרגישות של מידרוג. במקרים אלו, מידרוג תבחן מספר מאפיינים ובהם: איכות הנכסים תחת תרחישי רגישות וביצועי הנכסים לאורך זמן כולל בנקודות קיצון, ככל שקיימת האפשרות לבחון זאת; הזמן לפדיון הנכסים אשר נדרש להלום לזמן ההתראה של הפירעון המוקדם; פיזור הנכסים וסחירות הנכסים במהלך עסקים שוטף וללא פעילות מכירה מיוחדת; יחס כסיו עודף בין התזרימים לזמן הקצר בפרק זמן התראת הפירעון המוקדם ("שווי הנכסים למימוש") לעומת היקף הנע"מ.

נציין כי שימוש בנכסים שוטפים לצורך שירות נע"מ עם אופציית פירעון מוקדם חלף כיסוי מלא של מסגרת אשראי חתומה, יילקח בחשבון על ידי מידרוג ככל שהוא מתבצע כחלק מהפעילות השוטפת של החברה ואינו עלול להוביל לפגיעה בפרופיל העסקי. בנוסף, מידרוג תבחן את תמהיל המקורות ואת היקף הנע"מ ביחס לתמהיל הפעילות, כך שנע"מ עם אופציית פירעון מוקדם אינו מהווה מקור עיקרי עבור הגוף המדורג.

## שיקולים נוספים

אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול דעתנו. במקרים מסוימים, הדירוג לזמן ארוך והדירוג לזמן קצר של חברה בת מגלם תמיכה צפויה מחברת האם, והדירוג של חברת האם לזמן הארוך הינו הגורם העיקרי או היחיד אשר קובע את דירוג חברת הבת. מקרים כאלו, יכול שיכללו חברות בת מהותיות בפעילות חברת האם, אשר קיימים ביניהן הסכמי תמיכה (לא ברמת ערבות). במקרים מסוג זה, יישקלו גם מקורות של חברת האם, לרבות מסגרות האשראי הפנויות שלה, בבחינת הנזילות של חברת הבת.

## מאפייני מעברי הדירוג של דירוגים לזמן קצר

טבלת המיפוי מדרוגי הזמן הארוך לדירוג הזמן הקצר, ממפה קבוצת דירוגי זמן ארוך לדירוג מסוים לזמן קצר. על כן, הסבירות למעבר דירוג בזמן הקצר תלויה בדירוג המנפיק לזמן הארוך. ככל ודירוג המנפיק לזמן ארוך נמוך יותר בקבוצת דירוג נתונה, הסבירות למעבר דירוג הינה גבוהה יותר, למשל: הסבירות למעבר דירוג זמן קצר של P-1.il עבור מכשיר חוב המונפק על ידי מנפיק המדורג בדירוג A2.il לזמן הארוך הינה גבוהה יותר בהשוואה לסבירות למעבר דירוג של דירוג זה לזמן הקצר של מנפיק המדורג בדירוג Aa3.il לזמן ארוך, כאמור.

## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיית הדירוג 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 בקווים המנחים ושיקולים נוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות הקווים המנחים ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

### מגבלות שימוש בקווים מנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינם 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 בקווים המנחים. כמו כן, השימוש בקווים המנחים עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים בקווים המנחים, 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 בקווים המנחים לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

### מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים. חברות ומכשירי חוב עלולים 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 הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן בקווים המנחים 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](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 16.12.2019

© 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 סיכויי 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 וכאלה 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>