



דירוג חברות ליסינג תפעולי של כלי רכב

דוח מתודולוגי | יוני 2016

אנשי קשר:

אביטל כהן, רו"ח, אנליסטית בכירה
avitalc@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
i.sigal@midroog.co.il

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכנו אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות שעיקר פעילותן במתן שירותי ליסינג תפעולי של כלי רכב. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות ליסינג ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. בהתאם לצורך, מידרוג עשויה בעתיד להחיל מתודולוגיה זו גם על החכרה תפעולית של נכסים מסוגים נוספים, בהתאמות המתודולוגיות הנדרשות. ככל שמידרוג תעשה כן, היא תפרסם זאת בהתאם. הדוח אינו מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. במסגרת תהליך הדירוג נבחנו מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפות מראש. הדוח מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת ההשוואה. תחזיותינו מושפעות (בין היתר) מביצועי העבר, מגמות בענף, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון והנהלה לסיכון- קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בנובמבר 2013. אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה לחדד את התייחסותנו לפרמטרים ולשיקולים העיקריים הנבחנו במסגרת דירוג חברות בענף הליסינג. כמו כן, בוצעו בדוח המתודולוגי שפורסם בנובמבר 2013, שינויי עריכה, לרבות מבנה הדוח.

ענף הליסינג התפעולי לכלי רכב

חברות הליסינג פועלות במודל של תיווך פיננסי, הנשען על יכולתן לגייס הון משמעותי לצורך רכישת רכבים ועל יתרון לגודל בקבלת הנחות מהיבואנים, ובד בבד על הצורך של לקוחות בעיקר פירמות עסקיות, לממן את צי הרכב כמעין הלוואה ולקבל שירותי תפעול לצי במיקור חוץ. המודל הפיננסי מבוסס על גיוס חוב לצורך רכישת צי רכבים, תוך שיעבוד הרכבים לטובת החוב והתאמת התזרים הנגזר מעסקת הליסינג, הנמשכת לרוב כשלוש שנים, למח"מ החוב. יתרת ההלוואה משולמת ע"י מכירת הרכב בתום עסקת הליסינג. הרווח של החברות בענף תלוי ביכולתן לתמחר נכון וליצור מרווח חיובי בין דמי החכירה לעלויות (מחירי קנייה, ניהול הצי, מימון ואחרות) ומיכולתן לייצר רווחי הון בעת מכירת הרכב בסוף תקופת החכירה, ומושפע מהסביבה התחרותית ומטעמי הלקוחות. ערך הגרט במועד המכירה תלוי במספר גורמים, חלקם אקסוגניים, אשר מצריכים ניהול דינאמי של הצי.

החברות בענף נוטות לכווץ ולהרחיב את צי הרכבים כתלות במחזור הכלכלי וביכולתן לקבל מימון, כאשר הנכס העיקרי שלהן הינו סחיר יחסית ומאפשר גמישות יחסית במחזורי אשראי שליליים הכרוכים בצמצום הנגישות לאשראי. כפעילות משלימה ולצורך גיוון מקורות ההכנסה, פועלות חברות הליסינג גם בתחום השכרת רכבים לטווח קצר, ליסינג פרטיים, שירותי מוסך וגרירה, סחר בכלי רכב חדשים ומשומשים ומימון רכישת כלי רכב.

למודל הליסינג התפעולי שני יתרונות מרכזיים מבחינת הלקוחות העסקיים: 1. יתרונות מימון- עסקת הליסינג פוטרת את החברה מהצורך לרכוש רכבים לעובדיה, "משחררת" את תזרים המזומנים ומאפשרת ניצול ההון לפעילות ליבה. 2. יתרונות תפעול- אחזקת ותפעול הציים נעשית ע"י חברות הליסינג ומאפשרת גם בהיבט זה התמקדות בפעילות הליבה. כנזכר, מתודולוגיה זו מתייחסת להחכרה תפעולית של כלי רכב.

מרכיבי הדירוג

במסגרת המתודולוגיה נבחנים הפרמטרים העיקריים הבאים, הכוללים גם תתי - פרמטרים, כמפורט להלן:

סיכון ענף	סביבה עסקית	רמת תחרות בענף, יציבות ביקושים, איומי רגולציה
		חשיפה לשוק המשני
פרופיל עסקי	מיצוב עסקי	היקף הכנסות, היקף רכישות ומכירות כלי רכב, נתח שוק ויתרונות תחרותיים
	מודל עסקי	תמהיל הפעילות, נראות הכנסות ורווחים וגיוון פעילויות
פרופיל פיננסי	איתנות פיננסית	מינוף מאזני: הון למאזן מינוף תזרימי: חוב ל- FFO
	רווחיות	תשואה על נכסים (ROA)
	נזילות	תזרים פנימי לחוב וכריות נזילות לחלויות שוטפות
	גמישות פיננסית	היקף צי פנוי ביחס לגיוס חוב נדרש, נגישות למקורות מימון וגודל הצי

בנוסף לפרמטרים שנמנו לעיל, קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול, מדיניות ניהול הסיכונים, בעלי המניות ופוטנציאל להתממשות אירוע סיכון (Event Risk).

1. סביבה עסקית

לפרמטר זה השפעה משמעותית על פוטנציאל הצמיחה ורמת התחרות, אשר משפיעים על כוח התמחור של החברות, על יכולת השבת הרווחים העתידית שלהן ופוטנציאל בניית הכרית ההונית וכפועל יוצא על איכות האשראי של החברות בענף. הסביבה העסקית משפיעה על המודל העסקי של החברות, על פרופיל הסיכון, הזדמנויות צמיחה וחדירה לתחומים שונים בענף הרכב ובענפים משיקים כגון: סחר, מימון וליסינג פרטי, מתוך רצון להגביר יעילות תפעולית בניצול התשתיות וקשרי המסחר הקיימים. במסגרת הערכת הסביבה העסקית נבחנים בין היתר: מבנה השוק והאתגרים העומדים בפניו, פוטנציאל הצמיחה, מגמות בדמי השימוש, מספר המתחרים, חסמי כניסה ויציאה, מבנה הביקושים, חוזק הספקים ורגולציה.

2. חשיפה לשוק המשני

ענף הליסינג חשוף לערכי הגרט של כלי הרכב, המהווים את המרכיב העיקרי בנכסים ובפרט לשוק הרכב יד שנייה בטווח הגילאים של עד 4 שנים. ערכם הכלכלי של כלי הרכב המושמשים נגזר ממספר גורמים אקסוגניים ובהם: מחיר כלי הרכב החדשים (המושפע משיעור מס הקנייה ומשערי המטבעות של ארץ הייבוא, מהביקוש לדגמים השונים בציבור וכן מהמצב הכלכלי, הגוזר את מנגנון התמסורת שבין כלי רכב חדשים ומשומשים). תמחור ערך הגרט במסגרת עסקת הליסינג מהווה מרכיב קריטי ברווחיות הענף. נציין, כי חברות הליסינג מהוות החלק הארי בהיצע הרכבים המושמשים בגילאי 4-2. אי לכך, ביכולתן להשפיע במידה ניכרת על מחיר המכירה כתוצאה משליטה חלקית בצד ההיצע וכפועל יוצא על ערך הגרט - מה שממתן את הסיכון שבשחיקה פתאומית של ערכי הגרט.

פרופיל עסקי

1. מיצוב עסקי

המיצוב העסקי הינו אינדיקטור למידת היציבות, כושר התחרות, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי ולכן מצביע גם על מידת השרידות לאורך המחזוריות הכלכלית. לגישתנו, יכולת השבת הרווחים משליכה על היכולת לספוג הפסדים לא צפויים ולהתמודד עם סביבה עסקית מאתגרת. מידרוג בוחנת שני פרמטרים עיקריים להערכת המיצוב העסקי ויכולת השבת הרווחים של חברות החכרה תפעולית. בכל אחד מהפרמטרים הנזכרים נבחנים מגמות ארוכות הטווח בהם והצפי להתפתחותם בעתיד:

- גודל

חברות בעלות גודל והיקף פעילות רחב נוטות להיות בעלות סל מוצרים ושירותים מגוון המאפשר להן לקזז השפעות אקסוגניות שליליות. גודלה של חברה מהווה יתרון תחרותי בכך שמאפשר להגדיל כוח מיקוח אל מול ספקים ולקוחות, והוא עשוי לתרום לתפישת החברה כמובילת שוק המוסיפה ערך לספקים וללקוחות. גודל עשוי לתרום לגמישותה הפיננסית של החברה, המהווה גורם קריטי בענף, בכך שהוא מקל על נגישותה למקורות המימון ומאפשר לחברה לשמר את יכולת השבת הרווחים ואת איתנותה הפיננסית לאורך מחזורי האשראי. מידרוג מודדת את הגודל במונחים כספיים כהכנסות מפעילות השכרה (ליסינג והשכרה לז"ק) בטווח הזמן הבינוני. בנוסף, בוחנת מידרוג היקף פעילות גם בתחומים אחרים כגון סחר, המקנה לחברה יתרון לגודל.

- מודל עסקי

בבחינת המודל העסקי מידרוג מקנה דגש רב על נראות ההכנסות ורמת הפיזור המאפיינת את החברות בהיבטים של קווי העסקים והמוצרים ומידת החשיפה לגורמים אקסוגניים, מח"מ העסקאות, פיזור לקוחות, חוזק המותג ותשתיות הרכש והמכר. מידת הפיזור מפצה על שינויים בתנאי השוק על פני זמן. תמהיל פעילות מגוון מאפשר לספוג תמורות אקסוגניות כגון מחזוריות כלכלית, שינויים בטעמי הצרכנים ורגולציה.

פעילות הליבה של החברות בענף הינה השכרת רכבים לזמן ארוך, כאשר החוזים לטווח ארוך תורמים לחוסנה של פעילות זו. לצד זאת, החברות מחזיקות גם בפעילויות משלימות של השכרה לזמן קצר, סחר בכלי רכב שירותים נלווים ועוד. פעילויות אלו עשויות לתרום לפיזור העסקי ולגמישות התפעולית בניהול הצי. בד בבד, פעילויות אלו ייבחנו בהתאם לאופי הסיכון הגלום והיציבות המאפיינים אותן ביחס לפעילות המרכזית. במסגרת זו בוחנת מידרוג את תנודתיות ההכנסות והרווחים בכל אחד מהמגזרים וכיצד הם משפיעים על איכות ויכולת חיזוי התוצאות העתידיות של החברות בענף.

רובד נוסף של פיזור עסקי נמדד ביחס לפלחי השוק בהם פועלת החברה בתחום הליסינג, עם יתרון שניתן למגזרים קמעונאיים באופיים, כגון לקוחות פרטיים ולקוחות עסקיים קטנים ובינוניים, על פני לקוחות מוסדיים גדולים. פיזור רחב של לקוחות משפר את כוח התמחור של החברה ומפחית את סיכון האשראי מול הלקוחות ומצמצם את החשיפה לעזיבה של לקוח מרכזי ולתנודתיות בתוצאות הכספיות.

רווחיות, יציבות הרווחים

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

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

הפרמטר המוביל של מידרוג לבחינת רווחיות בחברות ליסינג הוא **התשואה על הנכסים (ROA)** - אשר נחלק לשני מדדים עיקריים: רווח נקי / הכנסות - כמדד למודל העסקי של החברה ביחס לענף, למעמדה העסקי וליעילות התפעולית ו- הכנסות/ נכסים ממוצעים - כמדד ליכולת יצור ההכנסות של החברות.

פרופיל פיננסי

פרופיל פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה, גוזר את קצב יצור תזרימי המזומנים ואת כושר החזר החוב שלה ביחס לפוטנציאל וכן את כריות ספיגת הפסדים שלה ביחס לסיכונים. הפרופיל הפיננסי הינו בעל חשיבות לגמישות העסקית של החברה.

המבנה המימוני של חברות ליסינג מאופיין ברמת מינוף גבוהה, נוכח השקעות הוניות גבוהות בהקמת צי הרכב ושימורו, הממותנת בחלקה מצד סחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס וגמישות בניהול היקף הצי, תוך התחשבות במחזור הכלכלי והנגישות לאשראי. לענף תלות רבה ביכולת גיוס החוב לאורך מחזור האשראי על כן הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי לחברות בענף.



בחינת האיתנות הפיננסית ויכולת שירות החוב מהווים אלמנטים מרכזיים בנייתוח של מידרוג. הבחינה כוללת ניתוח יכולת יצור תזרים מזומנים לשירות החוב, מבנה וסחירות המאזן, מינוף מאזני, גמישות פיננסית ופרופיל הנזילות.

1. מינוף מאזני

צי כלי הרכב הינו הנכס העיקרי במאזניהן של חברות ליסינג, כאשר קיים מתאם חיובי חזק בין גודל צי הרכבים לבין היקף החוב. רמת המינוף היא במידה רבה נגזרת של מדיניות החברה לגבי היקף הצי, קצב הצמיחה ורמת החלוקה לבעלי המניות, והינה בעלת השפעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. מידרוג מודדת את רמת המינוף של חברות הליסינג באמצעות יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן, המשקף את יכולת הכרית ההונית לספוג אירועי קיצון ברמה משתנה בעיקר ביחס למחירי הרכבים. יחס ההון למאזן מהווה אינדיקטור פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף ומאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יש לציין כי היחס עלול להיות מושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים ממחירי שוק, הון חוזר ורמת הנזילות.

2. מינוף תזרימי

פרמטר משלים לבחינת רמת המינוף הינו בחינת יכולת ייצור תזרים מזומנים מספק למימון הפעילות השוטפת ולשירות החוב. המדד המוביל לבחינת המינוף התזרימי הינו חוב ל-FFO. ה-FFO (Funds From Operations) מבטא את מקורות החברה מפעילות הליבה ומחושב על בסיס התזרים מפעילות שוטפת בניטרול שינויים בהון החוזר ובניטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי ומהווה את נקודת המוצא לניתוח התזרים של חברת ליסינג. לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים מ-FFO הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא מקור פרמנטי. היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מתוך מקור הליבה של החברה והינו מדד נוסף ליכולת מחזור החוב ולגמישותה הפיננסית של החברה.

3. גמישות פיננסית

פעילות ענף הליסינג תלויה משמעותית בנגישותו לגורמי מימון וביכולת לממן רכישת צי רכבים לצורך שימור היקף הפעילות, או הגדלתה. מודל הפעילות, המתבסס על סחירות הרכב ושעבוד צי הרכב כנגד החוב (בנקאי וחוב בנקאי) מאפשרים מימון בהיקף מהותי במח"מ קצר יחסית שדורש גלגול מהיר של החוב. כאשר מנגד לחברות מינוף גבוה הפוגם ביכולת הגיוס. פרמטר מוביל בהקשר זה הינו שווי צי כלי הרכב הפנוי משעבוד ביחס לצרכי גיוס החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס גבוה מעיד על יכולת שירות ומחזור חוב טובים ותומך בשימור היקף הצי והרחבתו. מידרוג בוחנת מספר פרמטרים נוספים ביחס לגמישות הפיננסית של החברה, ובהם:

- שיעור והיקף הצי הפנוי משעבוד - צי פנוי משעבוד מהווה גמישות, בשל האפשרות לשעבדו לטובת גיוס חוב חדש.
- יחס ה-LTV בו ממומנת החברה, תוך בחינת תמהיל החוב בין אשראי בנקאי לחוב בנקאי - המאופיינים בשיעורי הישענות שונים.
- היקף הצי האבסולוטי - מאופיין במתאם חיובי עם גמישות פיננסית. כלומר ככל שצי הרכבים גדול יותר, גדלה הגמישות להקטין את היקפו, תוך שימור רמת פעילות סבירה אגב הקטנת מינוף ושיפור האיתנות הפיננסית.
- תזרים פנימי מפעילות לפני רכישת כלי רכב - נתון זה מתייחס לתזרים מפעולות אחרי מכירת כלי הרכב ולפני רכישתם. התזרים הפנימי הינו מדד ליכולת יצור המזומנים של החברה מהצי הקיים, ומכאן משליך על יכולת החברה לשמר את הצי באמצעות מחזור חוב.
- מרחק מאמות מידה פיננסיות- כאשר בד"כ בחברות ליסינג קובנטט מוביל ואף מגביל לעיתים הוא יחס ההון למאזן.
- מסגרות אשראי לא מנוצלות, לרבות מספר הבנקים הממומנים והיסטוריית היחסים של החברה מול הבנקים.

4. נזילות

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר באלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. מקורות נזילות מהווים כרית ספיגה מיידית, בהיעדר תזרים מזומנים מספק למימון פעילות שוטפת, כתוצאה של פער עיתוי תזרימי, או כתוצאה מהרעה בפעילות, או בסביבה התפעולית. ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות. בענף הליסינג מקובל לשמור על יתרות זניחות של מזומנים ביחס לחוב, כאשר שירות החוב נשען על סחירות נכס הבסיס ויכולת גיוס חוב כנגדו.

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

- מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות ביחס להיקף החוב ולהיקף החלויות השוטפות, והטריגרים לביטולן.
- **תזרים פנימי / חוב:** גודל התזרים הפנימי לפני רכישת רכבים ביחס לחוב. תזרים פנימי מוגדר כתזרים מפעילות שוטפת לאחר מכירת רכבים ולפני רכישת רכבים.
- **כרית נזילות ביחס להיקף החלויות השוטפות:** בניתוח הנזילות אנו בוחנים את התפלגות הנכסים הנזילים של החברות לפי מידת הסיכון, התגודתיות ומידת הסחירות ומסתמכים על נכסים אלו לפי שיעורי הישענות שונים ביחס לסיכון.

שיקולים נוספים

בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכונים מטבע, ריבית ואשראי), מדיניות תמריצים, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, איכות ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. בקביעת הדירוג אנו מביאים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:

1. **איכות ההנהלה והניהול:** ניסיון, כישורים ותיאבון לסיכון של ההנהלה הינם שיקול בדירוג האשראי של החברה. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והחברה נבחנת גם בהיבטים של שקיפות, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתה להוציא לפועל את תכניתיה העסקית (Execution Risk).
2. **אסטרטגיה עסקית:** אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר, על סמך הצהרות החברה ותכניתיה לעתיד ככל שרלוונטי.
3. **מדיניות ניהול סיכונים:** אנו בוחנים את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללה: מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכונים שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
4. **מדיניות פיננסית:** עפ"י גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותה העסקית והפיננסית של החברה. בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. כמו כן, אנו בוחנים את עמידתה של המדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאים בסביבה העסקית. בהקשר זה, ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי

המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר יביאו לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:

- **חלוקת דיבידנד** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין ע"י דיבידנדים ובין ע"י רכישה עצמית של מניות. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסיים בחברה קשורה.
 - **השקעות והתרחבות** - הרחבה משמעותית של הפעילות באמצעות השקעות הוניות (כגון השקעות באמצעי ייצור, בסניפים, במתקנים לוגיסטיים) לעיתים עלולה להגדיל את רמת הסיכון בפעילות החברה, בעיקר כשההשקעות מלוות בגידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי. לעיתים, פער הזמן שחולף בין מועד קבלת החלטת ההשקעה לבין מועד השלמתה עלול ליצור חשיפה לשינויים בתנאי השוק, במחירים ובביקושים.
 - **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.
5. **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל, קשורה במאפיינים כגון מבנה השליטה בחברה ויציבות, 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.
6. **אירוע סיכון (Event Risk)** - אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.
7. **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.
8. **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.
9. **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו 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 להבנתה 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בדרך או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה). מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

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

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

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