



דירוג חברות תעשייה יצרנית

דוח מתודולוגי | דצמבר 2015

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

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

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף התעשייה היצרנית. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות תעשייה יצרנית ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף.

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 נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים אשר לא ניתן לצפותם 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 נתונה הפיננסיים. הנתונים היסטוריים מאפשרים לנו 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 המקרקר-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, גולציה ותיאבון הנהלה לסיכון- קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה להשפיע על שינוי הדירוגים הקיימים.

כללי - מרכיבי הדירוג



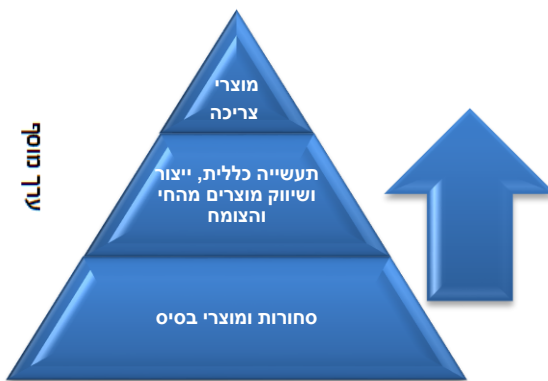
בבואנו להעריך את איכות האשראי של חברה, אנו בוחנים את מאפייני הענף בו היא פועלת ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, הרווחיות המאפיינת את הענף, רמת התחרות, חסמי כניסה, גולציה והתפתחויות טכנולוגיות. דירוג החברה מושפע גם מפרופיל החברה בהיבטים של גודל, גיוון ופיזור עסקי וכן מיצוב ביחס לענף הפעילות. הערכת פרופיל

החברה נועדה לאמוד את יכולתה להסתגל ולצלוח תנודתיות ומשברים בסביבת הפעילות באמצעות יתרונותיה התחרותיים.

הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של החברה ומיעילותה התפעולית. מעבר לכך, ישנה חשיבות למדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת החברה. ממדיניות זו נגזרים יחסי המינוף הגמישות העסקית והפיננסית ורמת הנזילות, המשפיעים רבות על דרגת סיכון האשראי. קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול, הבקרה הפיננסית, פוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk) וכן סיכונים אחרים אשר עלולים לפגוע ביכולת החברה להוציא לפועל את תכניתיה (Execution Risk).

חברות תעשייה יצרניות

חברות תעשייה יצרניות מוגדרות על ידינו כחברות שעיקר הכנסותיהן נובעות מייצור של רכיבים או מוצרים מוגמרים. הגדרה זו מכסה מגוון רחב מאוד של חברות יצרניות בתחומים שונים ובעלות פרופיל סיכון משתנה. עבור רוב חברות התעשייה המדורגות על ידינו, מהווה ישראל שוק עוגן בצד הפיתוח והייצור ו/או בצד השיווקי והמסחרי. חלק מהחברות המדורגות מייצאות את מרבית תוצרתן, וחלקן חברות גלובליות המייצרות ומשווקות במספר יבשות.



דוגמאות לענפים המדורגים הינם תעשיית המזון, תעשיית הנייר ומוצריה, תעשיית מוצרי אריזה, תעשיית מוצרי פלסטיק וגומי, תעשיית הפטרוכימיה ועוד. ענף אינו מוגבל לתפקיד ספציפי על פני שרשרת הערך. למעשה, מרבית החברות המדורגות מבצעות אינטגרציה אנכית במידה כזאת או אחרת לאורך שרשרת הערך בענף ומשלבות פעילות יצרנית עם פעילות מסחרית.

לכל ענף רמת סיכון שונה ופוטנציאל רווחים שונה אשר משפיעים במידה רבה על הדירוג. קבוצות הענפים מחולקות לפי סוגי המוצרים ומידת העיבוד והערך המוסף (פוטנציאל לרווחיות) הנגזר מאופי הפעילות, כאשר קיימים קשרי גומלין בין הענפים במישורים שונים. ככל שהערך המוסף בשרשרת הייצור עולה, מצטמצמת רמת הסיכון בחלוקה הענפית, בד בבד עם צמצום החשיפה לתנדטיות חומרי הגלם, עלייה בחסמי הכניסה ושיפור בגמישות התמחיר.

מאפייני ענף הפעילות

לכל ענף פעילות קיימים מאפיינים ייחודיים משלו המשפיעים על מידת הסיכון הגלומה בו ועל סיכון האשראי. ככלל, מידרוג משקפת בדירוג את יציבות ביצועי הענף לאורך מחזוריות כלכלית. הסעיפים הבאים סוקרים את ההשפעות העיקריות על ציון הענף של חברה מדורגת:

א. **רמת המורכבות והערך המוסף** - רמת הסיכון הענפי נובעת ממיקומה של החברה בשרשרת הערך הענפית, כפי שמתבטאת בסוגי התוצרים שלה ומידת העיבוד והערך המוסף בתהליך הייצור. ברמת סיכון גבוהה יחסית מצויות חברות יצרניות שעוסקות בעיבוד סחורות בסיסיות, כגון עיבוד מתכות, זיקוק ופטרוכימיה, חומרי בניין וכן עיבוד תוצרת חקלאית. התוצרים של יצרניות אלו משמשים בדרך כלל כחומרי גלם עבור ענפים יצרניים במעלה שרשרת הערך הענפית. ברמת הסיכון הבינונית נכללות יצרניות של מוצרים ורכיבים עבור מוצרים אחרים. אלו כוללים יצרנים של מוצרי מזון בסיסיים, חומרי פלסטיק, מוצרי בנייה ותשתית, נייר גולמי, כימיקלים ומוצרי אריזה. יצרני רכיבים אלקטרוניים משתייכים אף הם לקטגוריית סיכון זו. התוצרים של יצרניות מסוג זה נמכרים בדרך כלל לחברות תעשייה ומוצרי צריכה וכן לקונברטורים. ברמת הסיכון הנמוכה יחסית מצויות חברות שעוסקות בייצור ושיווק של מוצרי צריכה מתכלים וברי קיימא וכן בייצור של ציוד ומכונות תעשייתיות ו/או טכנולוגי. היצרניות בקטגוריית סיכון זו פועלות בקרבה לצרכן הסופי, ומשכך נתפסות כבעלות ערך מוסף גבוה יותר, הגוזר גמישות מחיר ויציבות גבוהות יחסית. ככל שהענף כולל עיבוד מועט הרי שהוא חשוף יותר למחירי סחורות תנדטיים אשר משפיעים בתורם על יציבות החברות בענף. אנו לא בהכרח מצפים שחברה תתאים באופן מוחלט לאפיון אחד מבין האפיונים שתוארו לעיל, והערכתנו לגבי פרמטר זה מבוססת על מידת ההתאמה המיטבית שאנו מוצאים על פי פרמטרים שונים.

- ב. **יציבות ביקושים** - אנו נותנים דגש למידת הקשיחות של הביקושים למוצרי הענף. ביקושים קשיחים תורמים ליציבות ההכנסות ועשויים לשפר את גמישות המחיר של החברות בענף. תוצרים שהביקוש להם חשוף במידה לא מובטלת למחזוריות הכלכלית, לשינויים טכנולוגיים, למגמות בטעמי הצרכנים ועוד, מעלים סיכון גבוה יותר ליציבות ההכנסות והרווחים.
- ג. **סביבה תחרותית** - מידת התחרות בענף משפיע על כושר התמחור של היצרניות, על יכולת לגלגל התייקרות של עלויות ועל המרווחים הפוטנציאליים של היצרניות בענף. בשווקים מבוזרים מרובי מתחרים, או בשווקים עם מעט מתחרות גדולות, התחרות עשויה להיות חדה וללחוץ על מחירי המכירה, בייחוד בתקופות של מחזור שלילי. בנוסף, בניית השוק המקומי, אנו בוחנים גורמי תחרות נוספים הכוללים את התחרות מצד ייבוא וכן את כוחם התחרותי של הלקוחות בארץ ובעולם, שיתכן והם בעלי משקל כבד במגרש התחרות.
- ד. **חסמי כניסה** - ככל שדרושות השקעות גבוהות יותר בציוד יצרני, באמצעים לוגיסטיים או במיתוג על מנת לחדור לענף כך ייחשב מעמדו מבוזר יותר וסיכון הענף נמוך יותר. מנגד, אותם גורמים שיוצרי חסמי כניסה גבוהים, גם משיתים על השחקנים הקיימים השקעות גבוהות, לדוגמה בתעשייה הכבדה.
- ה. **מחזוריות כלכלית והשפעות אקסוגניות** - אנו בוחנים את מידת המחזוריות הכלכלית בענף ואת עוצמתה. מחזוריות ענפית עשויה לנבוע ממחזוריות בכושר הייצור בענף, ממחזוריות של ביקושים, מתגודותיות במחירי הסחורות ומחשיפה למחזוריות המאקרו כלכלית. דירוג הענף צפוי לגלם המחזוריות הענפית, כך שישקף את החשיפה למחזורים שליליים שניתן לצפותם. בנוסף, אנו מעריכים את עמידות הענף בפני סיכונים אקסוגניים בלתי צפויים כמו תמורות גיאופוליטיות ותופעות טבע. רגולציה מהווה גורם סיכון בהיותה גורם חיצוני אשר לעיתים לא ניתן לצפותו מראש. רגולציה יכולה לכלול פיקוח מחירים, מגבלות סחר וייבוא, השקעות גבוהות ועוד. לעיתים רפורמות רגולטוריות נעשות על מנת להנמיך חסמי כניסה ולעודד תחרות ובאופן כללי לשפר את העודף הצרכני. רגולציה אינטנסיבית שיש בה להוות סיכון ליצרניות בענף עלולה להשפיע לשלילה על הערכת סיכון האשראי. כאשר אנו מוצאים שאין הרגולציה רלוונטית לענף מסוים או שהיא ניטרלית עבורו, השפעתה על הדירוג תהיה ניטרלית אף היא.

מיצובה העסקי של החברה

חלק זה דן במיצוב העסקי של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות וביחס לענף תוך כדי לקיחה בחשבון של מאפיינים הגודל, הפיזור עסקי ויתרונות יחסיים אחרים. המיצוב העסקי הינו אינדיקטור למידת היציבות או התגודותיות בביצועי החברה (כגון ההכנסות והרווח), כושר התחרות של החברה ומידת השרידות שלה לאורך זמן. חברה בעלת מיצוב עסקי חזק נתפסת על ידי כל הגורמים בשרשרת האספקה כבעלת פוטנציאל להציע ערך עודף למוצריה מעל לזה של מתחרותיה. ערך עודף זה מתבטא במוניטין החברה, במותגים של מוצריה, ביעילות התפעולית, בבטיחות תהליכי הייצור, ביכולות הפצה ובשירות. לרוב, חברה בעלת מיצוב עסקי חזק תראה יציבות בהכנסותיה ורווחיות עדיפה. גודל ופיזור הולכים יד ביד. חברות בעלות גודל והיקף פעילות רחב נוטות להיות בעלות סל מוצרים מגוון ולבצע אינטגרציה אנכית. כך, קיימת להן האפשרות לקזז השפעות שליליות בביקושים ובהיצעים בשווקים מסוימים לאורך זמן על פני קבוצות מוצרים, מותגים וגיאוגרפיות.

גודל וקנה מידה

נמדד באמצעות היקף ההכנסות ההיסטורי והנצפה לעתיד. בענפים בהם היקף המכירות מושפע מאוד מתגודותיות של מחירי סחורות, אנו נעריך את היקף הפעילות באמצעות מדדים של היקף ייצור או היקף הרווח התפעולי. לעיתים היקף פעילות נמוך מדי הינו גורם אשר מגביל את גובה הדירוג וזאת- מכיוון שמתחת לגודל מסוים קיימות מגבלות לפיזור וליעילות של הפעילות. אינטגרציה אנכית הינה נגזרת של גודל וקנה מידה. חברות בעלות פעילות אנכית לפנים ולאחר

יכולות ליצור אופטימיזציה ולייצב את היחס בין הקנייות והמכירות בהתאם להיצע ולביקוש ולהפחית את תלותן בסחר או בייצור. פעילות אנכית מאפשרת גם גמישות בהיצע המוצרים. בצורה זו ניתן לייצב את המרווחים ואת סך ההכנסות לאורך זמן. גודל מקנה לחברה כוח מיקוח מול לקוחות וספקים. הגודל נותן לחברות יתרון במבנה ההוצאות ועילות הקצאת המשאבים. לרוב, לחברות גדולות קיימים משאבים עודפים אשר יוכלו במידת הצורך לשכך סיכונים בעלי השפעה חריפה ויוצאת דופן. כך, הגודל האבסולוטי מהווה פלטפורמה להשגת תזרימים ורווחים לאורך זמן.

פיזור

פיזור עסקי עשוי לשפר את מעמדה העסקי של החברה ויש בו לצמצם חשיפות וסיכונים עסקיים.



- **פיזור קווי מוצרים** - גיוון מוצרים מצמצם סיכוני ביקוש בכך שהוא ממתן את ההשפעה של התיישנות המוצר ושינוי בטעמי הצרכנים. כמו כן, הדבר ממתן השפעה של מחזוריות בביקושים למוצרים מסוימים. אנו מגדירים משפחת מוצרים מהותית ככזו המהווה לפחות 10% מסך המכירות. פיזור רחב יוגדר כלפחות שלוש משפחות מוצרים בעלות תרומה מהותית להכנסות ולרווח.

- **פיזור גיאוגרפי** - לפיזור הגיאוגרפי השפעה חיובית על הדירוג, באמצעותו ניתן להקטין את החשיפה למחזוריות

כלכלית, למשברים וכן לשערי חליפין. פיזור גיאוגרפי מפחית סיכונים לשינויים בטעמי צרכנים, בתחרות ובסביבה התפעולית. פיזור גיאוגרפי חזק יהיה בעל מאפיינים גלובאליים, יכלול נוכחות בשווקים מתפתחים ולא יהיה תלוי בשוק ספציפי. אסטרטגיית צמיחה בשווקים מתפתחים יכולה להיחשב אפקטיבית היות וקיים בהם פוטנציאל צמיחה גדול מזה שבשווקים מפותחים. היעדר פיזור גיאוגרפי אינו תמיד חיסרון והוא תלוי באופי השוק בו החברה מתמקדת. ככל שמיקוד הפעילות הינו בשווקים יציבים ומסוכנים פחות, יש בכך לפצות על היעדר פיזור גיאוגרפי. בד"כ החלוקה הגיאוגרפית נגזרת עפ"י הכנסות מגושים הכלכליים בעולם להם מאפיינים דומים.

- **פיזור לקוחות וספקים** - במידה וחברה תלויה תלות מהותית בלקוח/ספק מרכזי, תהיה לכך השפעה שלילית על פיזור הסיכונים ועל סיכון האשראי. ריכוזיות לקוחות עשויה להשפיע על כוח המיקוח וגמישות המחיר מול אותם לקוחות, יוצרת חשיפה לירידה בהיקף הפעילות במקרה של נטישת לקוח מרכזי וכן יוצרת חשיפה לסיכון האשראי של הלקוחות. אנו בוחנים את היסטוריית היחסים מול הלקוח המרכזי, טיב ההתקשרות עמו, גודל הלקוח וכן את מעמדה של החברה מבין ספקים נוספים של אותו לקוח. פיזור הספקים בדרך כלל יהיה נמוך יותר בשל יתרונות לוגיסטיים והנחות כמות. עם זאת, כאשר קיימת תלות וקושי להחליף ספק מרכזי הדבר עשוי להשפיע לשלילה על ביצועי החברה ויחשוף אותה לסיכון כשל של הספק.

- **פיזור תפעולי** - חברה אשר פעילותה מרוכזת באתר בודד חשופה לכשלים תפעוליים וסיכונים חיצוניים. במקרה של כשל באתר יכולה להיות לכך השפעה מרחיקת לכת על פעילות החברה. כשל שכזה יכול לבוא לידי ביטוי במקרה של תקלה בפס הייצור, שריפה, אסון טבע ועוד. במקרים קיצוניים תיתכן דינאמיקה אשר תביא לכך שהחברה לא תוכל להתאושש גם אם קיים לה שיפוי ביטוחי מלא.

מעמד תחרותי

בנוסף לגודל ולפיזור אשר באים לצמצם סיכונים, מיצוב השוק כולל את כושר התחרות של החברה בשוק, אשר מתבטא במידה בה החברה מובילה את השוק ומספקת ערך מוסף לספקים ולקוחות. המעמד התחרותי גוזר לאורך זמן את

רווחיות החברה ואת ההיתכנות למכירות חוזרות ונשנות. לצורך הערכת מעמדה התחרותי של החברה אנו נבחן את מידת חשיפתה לתגודתיות במחזור העסקי של הענף, את שדה התחרות בו היא פועלת והאיזמים שעלולים לנבוע מכניסה/מהתחזקות של מתחרים או טכנולוגיות חדשות, את נתחי השוק שלה ומידת יציבותם, את יתרונותיה התחרותיים ואת הבידול של מוצריה.

- **נתח שוק** - נתח שוק גדול מאפשר לחברה המחזיקה בו להשפיע על התמחיר בשוק. לאורך זמן גורם זה מאפשר לחברה המובילה כח מיקוח מול לקוחות וספקים אשר מתורגם למרווחים עדיפים. לעומת זאת, חברה בעלת מעמד משני בשוק תיגרר אחר התמחור המקובל ללא יכולת להגיב בזמן ובתנאים הנוחים לה. הובלת שוק תורמת ליכולת לגבות פרמיה על מוצר הנתפס כאיכותי יותר. לחברות בעלות נתח שוק משמעותי קיימים יתרונות כגון חיסכון בעלויות לוגיסטיות ויכולת להרוויח מעיוותי מחיר בשוק כתוצאה מחוסר איזון זמני בין היצע לביקוש. לעיתים חברות נוטות להגדיר עצמן כמובילות שוק בקטגוריה צרה ביותר. לרוב, אנו נגדיר את השוק בקנה מידה רחב יותר. כמו כן, קיימת חשיבות למידת הריכוזיות בשוק: בשוק אשר הנחלק בין שחקניות ספורות- לכל אחת מהחברות יהיה נתח שוק מהותי ויכולת הובלה. בשוק מבוזר לאף אחת מהשחקניות לא תהיה יכולת הובלה.

- **יתרונות יחסיים כגון טכנולוגיה או נכסים ייחודיים** - יתרונות יחסיים של יצרנית תעשייתית עשויים לנבוע מבעלות על נכסים ייחודיים (כגון מחצבי טבע, מיקום אסטרטגי) מקיומם של מותגים חזקים בתחום הפעילות (רלוונטי בעיקר עבור יצרניות של מוצרי צריכה מתכלים ובלתי מתכלים), פריסה בינלאומית רחבה, טכנולוגיה מתקדמת, יכולת התאמת מוצרים לצורכי הלקוחות, פטנטים חזקים, אינטגרציה אנכית או סינרגיה בין תחומי פעילות שונים ועוד.

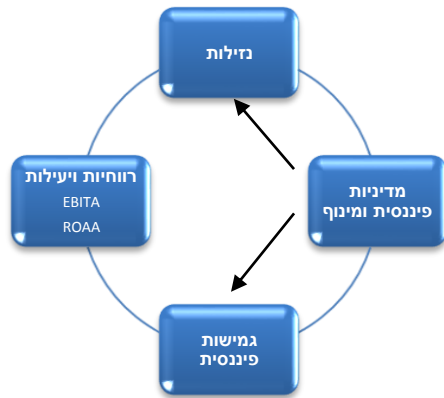
קיומם של יתרונות מסוג זה אמורים להתבטא ברווחיות עדיפה, ביציבות הרווח, ביכולת לשמר נתח שוק לאורך זמן ואף להגדילו וביכולת להתמודד בצורה טובה יותר עם מחזוריות ענפית.



- **פוטנציאל הצמיחה** - כאשר חברה מציגה נתוני צמיחה אורגנית מעבר לממוצע, הדבר מעיד על חוזק הצעת הערך של מוצריה ועל יכולת עדיפה בניהול ערוצי ההפצה על פני מתחריה. בנוסף, לצמיחה בהכנסות חשיבות להעלאת הערכת שווי הפעילות ושווי המניה. בכך, קטן הסיכון לחלוקת דיבידנדים או גידול ע"י רכישות

ומיזוגים אשר נובעים מרצון בעלי המניות להשיא את השקעתם. עם זאת, לצמיחה חזקה עלולות להיות השפעות שליליות כגון אופי ביקושים תגודתי, שחיקה ברווחיות וסיכונים תפעוליים אשר החברה אינה ערוכה אליהם.

- **חוזק מותג** - חוזק מותג מהווה גורם אשר מניע לקנייה ואשר לו ערך מוסף, זאת בשונה משיקולים המבוססים בעיקר על מחיר. חוזק המותג הינו מדד למשיכת לקוחות ושימורם, אלמנט המאפשר יכולת השבת הכנסות גבוהה. מותגים חזקים לרוב יוצרים ביקושים, נאמנות וקנייה חוזרת ומורידים מסיכון התגודתיות בביקושים. מותג חזק גם מאפשר התרחבות לקווי מוצרים נוספים וגיאוגרפיות חדשות. חוזק מותג רלוונטי בעיקר ליצרניות מוצרי צריכה (מתכלים ובלתי מתכלים) לשימוש על ידי צרכנים פרטיים. מספר מותגים חזקים בפורטפוליו של חברה מעיד על הסתברות גבוהה לחיזוי מהימן של הכנסות עתידיות ויכולת תמחור וקביעת מרווחים אשר מאפשרים לחברה להתמודד עם עלייה במחירי התשומות. בענפי התעשייה בהם תפיסת המותג אינה רלוונטית או שהיא נמוכה, גורם זה יהיה ניטרלי בהשפעתו על הדירוג.



מיצוב פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה מתוך תזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. מיצוב פיננסי הינו בעל חשיבות גם על גמישותה העסקית של החברה. חברה בעלת מיצוב פיננסי גבוה יכולה לנצל טוב יותר הזדמנויות שוק לצמיחה והתרחבות ולהתמודד טוב יותר עם משברים בשוק.

המיצוב הפיננסי תלוי הן ברווחיות החברה וביעילותה התפעולית והן במדיניות הפיננסית שמובילה הנהלת החברה. צירוף שני נדבכים אלו קובע לאורך זמן את רמת המינוף של החברה, יחסי הכיסוי וכן את הגמישות הפיננסית ומידת הנזילות. מעבר

לפרמטרים כמותיים אנו נותנים דגש לגורמים איכותניים כגון גיוון ערוצי המימון, מגבלות פיננסיות ועומס פירעונות. אנו בוחנים את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי, צרכי ההשקעה בהון חוזר וברכוש קבוע ודרך המימון של רכישות של פעילויות חדשות. המיצוב הפיננסי נמדד על בסיס הערכותינו לטיב הביצועים ואופי המדיניות הפיננסית אשר מייצגים את החברה המדורגת. לרוב, אנו נתייחס לתרחיש בסיס אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הקצר והבינוני. על מנת לצמצם את התנדטיות בדירוג אנו רואים לנגד עינינו ממצעים רב שנתיים היסטוריים ועתידיים אשר משקפים נאמנה את מיצובה הפיננסי של החברה לאורך זמן. על מנת ליצור מדרג השוואתי בין החברות המסוקרות על ידינו אנו מבצעים התאמות לנתונים הפיננסיים הגולמיים אשר יאפשרו הצבתם באותה סקאלה. לדוגמא, התאמות חכירה הדרושות להשוואה בין חברה לה נכסים אסטרטגיים בבעלות וחברה השוכרת נכסים אסטרטגיים. לרוב אין אנו נסמכים על חוב נטו לצורך חישוב יחסי הכיסוי היות וחלק מהמזומנים נדרש להשקעות, חלוקת דיבידנדים וכיו"ב ועל כן הוא אינו פרמננטי, אלא אם קיימת מדיניות לשמירה על יתרות מזומנים מהותיות לאורך זמן אשר ייעודן פירעון חוב.

רווחיות ויצבות הרווחים

רווחיות טובה מאפשרת לחברה לשמר את מעמדה התחרותי, למשל להשקיע בשיווק, במו"פ או בצידוד מתקדם ולהוציא אל הפועל את האסטרטגיה העסקית שלה. רווחיות חזקה מתורגמת לתזרים חזק מפעילות שמאפשר לחברה לשלם חזרה על ההון שהושקע בה (חוב והון מניות). רווחיות חזקה ויציבה מעידה על יתרונות יחסיים ברי קיימא. רווחיות היא בחלקה פרמטר שנגזר ממאפייני הענף ובחלקה מהמיצוב העסקי והיעילות התפעולית של החברה. חברה עשויה להציג ביצועים טובים בהשוואה לענף בעזרת מעמד מוביל שמקנה לה גמישות תמחור גבוהה, יתרונות לגודל, יכולת לספק ערך מוסף, חוזים ארוכי טווח, שרשרת אספקה איכותית ועוד. לפיכך, אנו בוחנים את הרווחיות ביחס לחברות מתחרות באותו ענף או ביחס לחברות הפועלות בענפים אחרים להם מאפיינים דומים. לצד זאת, קיימים דגשים שונים לרווחיות בהתאם למאפייני החברה והענף אותם אנו לוקחים בחשבון.

היחס העיקרי, אך לא היחיד, המשמש אותנו בבחינת הרווחיות לאורך הזמן עבור חברות תעשייה יצרניות הינו **שיעור הרווח התפעולי להכנסות (EBIT Margin)**. אנו בוחנים את שיעור הרווח התפעולי לפני "הוצאות/הכנסות אחרות", שאינן נובעות מהפעילות השוטפת או שהינן בעלות אופי חד פעמי. אנו סבורים כי הרווח התפעולי הינו פרמטר עדיף למדידת רווחיות של חברות יצרניות בהשוואה ל-EBITDA, שכן חברות יצרניות נדרשות להשקיע באופן עקבי במפעלים ובצידוד על מנת לשמור על יתרון התחרותי ולפיכך הרווחיות צריכה לשקף גם את הוצאות הפחת. הרווח התפעולי נמדד לאורך זמן, הן

על בסיס הנתונים ההיסטוריים והן על בסיס תחזיותינו, על מנת לשקף מחזורים כלכליים בענף האופייניים בתסריט סביר. אנו מקנים חשיבות גבוהה ליציבות הרווח הגולמי והרווח התפעולי של החברה לאורך זמן.

שיעור הרווח התפעולי נמדד בשילוב עם יחסים נוספים: שיעור הרווח הגולמי (Gross Margin) והתפתחות מרכיבי עלות המכר השונים ושיעורם. בעוד שהרווחיות הגולמית משקפת בעיקר את מרווח הייצור, הרי שהרווחיות התפעולית מביאה בחשבון גם את הוצאות הלוגיסטיקה, המכירה, השיווק והניהול. המשקל של כל אחד מסעיפי הוצאות אלו עשוי להשתנות באופן משמעותי בין חברות הפועלות במגזרים שונים לאורך שרשרת הערך בענף. אנו בוחנים את היעילות התפעולית של החברה באמצעות שיעור הוצאות התפעול השונות ביחס להכנסות, שיעור הוצאות קבועות ביחס להוצאות משתנות והתפתחות שיעורים אלו לאורך זמן ובהשוואה לחברות דומות בענף או בהשוואה לחברות בענפים דומים.

יחס נוסף שאנו בוחנים, בהתאם למידת הרלוונטיות, הינו התשואה התפעולית לנכסים (ROAA), שהינו היחס בין הרווח התפעולי לבין סך נכסי החברה במאזן. היחס נגזר מהמכפלה שבין יחס ההכנסות לנכסים במאזן (מודד את תשואת ההכנסות) לבין יחס הרווח התפעולי להכנסות (המודד את הרווח שמניבות ההכנסות). יחס זה מודד את יכולת החברה להניב רווחים לאורך זמן מבסיס הנכסים שלה. אמנם היחס אדיש למבנה ההון וככזה, אינו מעיד על תיאבון הסיכון של החברה, אולם החזר על נכסים נמוך מזה של חברות דומות בענף הרלוונטי הינו פתח ללחץ של בעלי מניות להיכנס לפעילויות בעלות פרופיל סיכון גבוה, לבצע חלוקות הממומנות ע"י חוב או לבצע שערורי נכסים מטה ומהלכי ארגון מחדש. התמונה המלאה על רווחיות החברה ויעילותה התפעולית מתקבלת אפוא בבחינה של כלל הפרמטרים הללו יחד.

חברות תעשייה בישראל חשופות במידה זו או אחרת להשפעת שערי החליפין על תוצאותיהן הכספיות. השפעה זו נובעת מהכנסות ותשומות הנקובות במטבעות שונים על פני שווקים בינלאומיים שונים, בעיקר כאשר מרכז הפעילות של החברה (הייצור ולעיתים גם המכירות) הינו בישראל. בהיעדר הגנה מטבעית "טבעית" בין המכירות להכנסות, השפעת התנודתיות בשערי החליפין עלולה להיות משמעותית עבור חלק מהיצרניות ולהוות גורם שלילי בדירוג.

מיצוב פיננסי

המדיניות הפיננסית גוזרת את הגמישות של החברה לספוג מהמורות בסביבה העסקית והפיננסית. המדיניות הפיננסית מתבטאת ונמדדת במינוף מאזני ובמינוף תזרימי המזומנים. על מנת לשקף כראוי את המיצוב הפיננסי ארוך הטווח אנו רואים לנגד עינינו ממוצעים רב שנתיים של פרמטרים אלו.

מינוף ואיתנות

חוב/קאפ: היחס בין החוב הפיננסי לבין סך המקורות ההוניים (קאפ) הכוללים את החוב, ההון העצמי והתחייבויות למסים נדחים. יחס החוב לקאפ מהווה אינדיקטור פשוט יחסית לצורך השוואה בין מבנה ההון של חברות הפועלות באותו ענף או בענפים בעלי מאפיינים דומים. בשונה מיחס כסוי חוב לתזרים, זהו אינדיקטור יציב יותר הנתון בשליטת ההנהלה והדירקטוריון וככזה מאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יחס נפוץ ודומה שאנו בוחנים בנוסף הינו יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן. בשונה מיחס החוב לקאפ, יחס ההון למאזן פחות יציב ומושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים ממחירי שוק, עונתיות ורמת נזילות.

תזרים יחסי כיסוי

אנו נוהגים להבחין בין תזרימים "פרמננטיים" לבין תזרימים המושפעים מפערי עיתוי ועונתיות כגון: שינויים בהיקף ההון החוזר (הנובעים למשל מעונתיות) או תשלומי מס בגין שנים קודמות. יחסי הכיסוי המודדים את היקף הפיננסי ביחס

למקורות התזרים הפרמננטי מצביעים על מידת המינוף של החברה ועל הגמישות העסקית והפיננסית שלה. יחסי הכיסוי המובילים שאנו מודדים הינם כדלקמן:

חוב/EBITDA - מודד את יכולת החברה לכסות את התחייבויותיה בתנאים משתנים על פני זמן ואת יכולת שירות החוב לאורך זמן על ידי הרווח השוטף. יש לציין כי ה-EBITDA הינו מדד של רווח ולא תזרים, ובכך יתרוננו וחסרוננו. ה-EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. מאותה סיבה, ה-EBITDA כלל אינו מבטא את השינויים בתזרימי המזומנים של החברה כתוצאה משינויים בהון החוזר, השקעות הוניות ותשלום דיבידנדים. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול משקיעים ומממנים פוטנציאליים ועל כן מצביע על מידת הגמישות הפיננסית של החברה.

חוב/FFO - היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי. ה-FFO הינו תזרים מפעילות שוטפת בניטרול השינויים בהון החוזר ובניטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון מסים נדחים או ריבית שלא שולמה). כמו כן, לצורך חישוב יחסי הכיסוי אנו מנטרלים מ-FFO הכנסות או הוצאות חד פעמיות (גם אם תזרימיות) על מנת שיבטא רווח פרמננטי.

EBIT/הוצאות מימון - מדד ליכולת החברה לפרוע/להמשיך למחזר את חובה ומעיד על גמישות פיננסית. המדד מנטרל עונתיות של תזרימי המזומנים ורמות הון חוזר אשר בתורם משפיעים על רמות החוב לאורך השנה. יתרון המדד בכך שהוא מחליק את השפעת העונתיות בהיקף החוב.

נוסף ליחסי הכיסוי לעיל, אנו בוחנים גם את היקף התזרים הפרמננטי שמייצרת החברה מפעולות (FFO) ואת התזרים מפעולות בניכוי השקעות הוניות שוטפות (FFO-CapEx). המהוות הוצאה תזרימית משמעותית ופרמננטית אצל חברות יצרניות. תזרים מפעולות בהיקף משמעותי מקנה תוקף חזק יותר ארוך טווח, יציבות ונראות ליחסי הכיסוי ולרמת המינוף הנגזרת מהם. תזרים צר מפעולות, עשוי להיות תנודתי יותר לאורך זמן, ולייצר חוסר יציבות ביחסים הפיננסיים. כאמור, שינויים בהון חוזר אינם מקבלים ביטוי ביחסי הכיסוי שצוינו לעיל ובתזרים מפעולות, אף שהם עשויים להיות משמעותיים בהיקפם, תנודתיים מאוד ובעלי השפעה על הנזילות, המינוף והגמישות הפיננסית של החברה. בדרך כלל אנו מודדים את מאפייני ההון החוזר במסגרת הערכת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה, כמפורט להלן.

נזילות וגמישות פיננסית

נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר באלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכות. מקורות הנזילות בעלי האיכות הטובה ביותר כוללים:

- יתרות נזילות חופשיות: בניתוח הנזילות אנו לוקחים בחשבון תיק השקעות בו קיימים נכסים נזילים סחירים דוגמת ני"ע (בשיעורי הסתמכות מסוימים).
- תזרים חופשי מפעילות (FCF): אנו בוחנים את התזרים החופשי של החברה הצפוי לשנה הקרובה הנובע מהפעילות השוטפת (כולל שינויים בהון החוזר), לאחר השקעות הוניות וחלוקת דיבידנדים ולפני פירעון החוב. תחזית התזרים החופשי הינה אומדן ליכולת החברה לצבור מזומנים ו/או להקטין חוב.
- מסגרות אשראי: אנו רואים בזמינות מסגרות אשראי בנקאיות פרמטר מרכזי בנזילות. אנו נראה בחיוב קיומן של מסגרות אשראי חתומות, פיזור של המסגרות הקיימות בין מספר בנקים והיסטוריית יחסים טובה של החברה עם הבנקים.

בתוך כך, אנו בוחנים את עמידת החברה במרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות, באופן שיתיר לה גמישות לעמוד בתנאי המימון גם בתקופות של היחלשות הרווח והתזרים. ריבוי אמות מידה פיננסיות ובפרט מרווח שאינו מספק (פחות מ-20%) מהווים גורמי סיכון אשראי.

מבנה ההון החוזר ומידת התנודתיות בו מהווים פרמטר נוסף שנבחן בפרמטר הנזילות: הון חוזר תנודתי עשוי לנבוע מעונתיות גבוהה בפעילות או מחשיפה גבוהה למחירי סחורות וחומרי גלם. ההון החוזר משפיע על היקף התזרים מפעילות שוטפת (CFO) ועל היקף התזרים החופשי (FCF) ומכאן שהוא בעל השפעה על רמת המזומנים ו/או רמת החוב של החברה. שינויים חיוביים או שליליים ברמת ההון החוזר, אין בהם כשלעצמם להעיד באופן חיובי או שלילי על פעילות החברה ועל סיכון האשראי שלה, אלא שהם נבחנים בקשר עם המגמות בפעילות וביחס לרמת הנזילות והגמישות הפיננסית הקיימת לחברה, כגון מסגרות אשראי פנויות ויתרות נזילות. יחד עם זאת, תנודתיות חריפה בהון החוזר המושפעת מגורמים פנדמנטליים (כגון חשיפה למחירי סחורות) מהווה לכשעצמה סיכון אשראי.

שיקולים נוספים

בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים איכותניים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידור (סיכוי 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 וסיכוי 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:

- **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 תכנית העסקיות (Execution Risk).
- **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 ותכניתה לעתיד ככל שרלוונטי.
- **מדיניות ניהול סיכונים** - אנו בוחנים את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללה: מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכוי שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.
- **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 אשראי אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר יביאו לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:
 - **סיכון החלוקה** - 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.

○ **סיכון 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.

○ **סיכון 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.

● **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.

● **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.

● **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.

© 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 ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד 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 הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים 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 שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי 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 אמינים, 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 אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נושא 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 בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על 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 בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

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