

דירוג חברות מימון

הזמנה להגיש הערות מהציבור | יולי 2021

פרסום דירוג חברות מימון

אנשי קשר:
עמית פדרמן, רו"ח
אנליסט

amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין
ראש צוות

moty@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסים
itay.navarra@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

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

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

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

- הוספת הפרמטר "מדיניות פיננסית" כהערכה איכותית של מדיניות המנפיק לגבי ניהול המינוף שלו, מדיניות המרווח מאמות מידה פיננסיות וכפועל יוצא התיאבון לסיכון, ניהול הנזילות והתאמת מח"מ התזרימים הנובעים מהפעילות של המנפיק אל מול מח"מ מקורות המימון שלו. פרמטר זה כולל גם מאפיינים המגלמים את מידת האיזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של בעלי החוב במנפיק. הפרמטר מדיניות פיננסית נכלל עד כה במסגרת "השיקולים הנוספים" במתודולוגיה הקיימת והכללתו במסגרת מטרית הדירוג (כהגדרתה להלן) מאפשרת להערכתנו השוואתיות טובה בפרמטר חשוב זה בין המנפיקים המדורגים במתודולוגיה זו.
 - הוסרו הפרמטרים: (1) יציבות ויכולת השבת הכנסות; (2) EBITDA להוצאות מימון; (3) סטיית תקן רווח לפני מס לממוצע רווח לפני מס; (4) יחס שוטף (5) חובות בעייתיים לכרית ספיגה (הון עצמי + יתרת חומ"ס). פרמטרים אלו הוסרו היות ואנו סבורים כי היחסים הנתרים הינם מספקים בבחינת איכות הנכסים, הרווחיות והנזילות.
 - שינוי פרמטר יחס כיסוי הנזילות, אשר לוקח בחשבון את יתרות הנזילות של המנפיק בתוספת מסגרות אשראי תחומות ופנויות ביחס לחלויות החוב של המנפיק, כך שחלויות החוב שייקחו בחשבון הינן ל - 12 החודשים הקרובים וזאת חלף 24 חודשים הקרובים. להערכתנו, פרמטר זה הולם למדידת הנזילות של המנפיקים בענף היות ומח"מ הפעילות במרבית המנפיקים בענף הינו קצר.
 - הוספת פרמטר יחס נכסים משועבדים לסך נכסים מוחשיים כחלק מבחינת הגמישות הפיננסית של המנפיק - להערכתנו, פרמטר זה הינו מהותי באמידת הגמישות הפיננסית של המנפיק, מאחר ועל מנת להתממן באמצעות המערכת הבנקאית, המנפיקים בענף נדרשים לשעבד נכסים (על פי רוב שיקים דחויים).
 - הוספת פרמטר "גמישות פיננסית" כחלק מהשיקולים הנוספים כאשר במקרים מסוימים, מידרוג תבחן אספקטים נוספים הקשורים לגמישות הפיננסית של החברות בענף. מקרים אלה עשויים להיות, בין היתר, קרבה לאמות המידה הפיננסיות, יכולת החברות לייצר נזילות על ידי נטילת הלוואות בגין נכסים לא משועבדים ו/או מימוש נכסים ועוד.
 - התייחסות להיבטי ממשל תאגידי במספר סעיפים שונים, בין היתר, בבחינת ניהול הסיכונים, בעלי מניות ואיכות ההנהלה, חלף בחינת פרמטר נפרד להיבט הממשל התאגידי במסגרת מיצוב המנפיק ומעמדו העסקי.
- (2) הוספת פרמטרים ייעודיים למנפיקים מסוג BDC (Business Development Companies). מנפיקים אלה פועלים בארה"ב, תחת רגולציה ייעודית ובעלי אופי פעילות שונה ממנפיקים הפועלים בתחום בישראל ולכן נדרשת התאמה של פרמטרים ספציפיים לבחינת מנפיקים אלה. הפרמטרים שנוספו:
- כרית ACR (Asset Coverage Ratio) מהדרישה הרגולטורית - מטרת יחס זה הינה בחינת המרווח שהמנפיקים שומרים מהיחס ACR הרגולטורי אשר מוגדר להן.

- יחס תיק אשראי מובטח בנכסים משועבדים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק ביחס לסך תיק האשראי י יחס זה בוחן את איכות הנכסים של המנפיקים בענף ואת רמת הסיכון באופי הפעילות.

(3) פירוט ההתאמות אשר מידרוג עשויה לבצע ביחס לפרמטרים הפיננסיים ובפרט ביחס לעסקאות מכר ואיגוחים.

(4) 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 אינו צפוי לשאת השלכות על הדירוגים המונפקים.

המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטיוטה 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 22.08.2021

הקדמה

מטרת דוח זה היא להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים על ידי חברות מימון חוץ בנקאיות (להלן: "חברות מימון"), 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 מימון (להלן: "מטריצת הדירוג"). להערכתנו, מטריצת הדירוג היא כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של מנפיקים אלו ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהם, 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 ענפי 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 חברות מימון, אשר ככלל מספקות פתרונות מימון ושירותים נלווים למגזר המסחרי והקמעונאי. פתרונות המימון כוללים, בין היתר, הלוואות לרכישת כלי רכב, הלוואות לרכישת ציוד לתעשייה, פקטורינג, ניכיון שיקים/חשבונות, סליקת כרטיסי אשראי, אשראי צרכני, אשראי לייזום נדל"ן, Business Development Company (BDC) ועוד. נציין כי, חברות ליסינג תפעולי וחברות כרטיסי אשראי מדורגות באמצעות מתודולוגיות נפרדות.

תיאור ענפי הפעילות

ענף הפעילות של מנפיק גוזר מאפיינים רבים המשותפים למנפיקים באותו ענף, ועל כן איפיון הענף הינו בעל חשיבות באיפיון כושר החזר האשראי של המנפיקים הפועלים בו, וכן בהשוואה למנפיקים הפועלים בענפים שונים. מבנה שרשרת הערך בענף, מאפייני הביקושים, רמת התחרות ותמורות מבניות בהיבטים של רגולציה, טכנולוגיה, טעמי צרכנים ועוד, הינם אבני הבניין של הסביבה התפעולית בה פועל המנפיק. להלן פירוט בנוגע לענפי הפעילות העיקריים בהם פועלים מנפיקים המדורגים באמצעות מתודולוגיה זו: חברות ניכיון שיקים:

מנפיקים אשר פועלים בעיקר בענף ניכיון שיקים מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ קצר יחסית, על פי רוב, נמוך מ-6 חודשים כאשר הפעילות אינה מאופיינת בבטוחות קשיחות, כגון רכוש, ציוד או נדל"ן. מאחר והפעילות בעלת מח"מ קצר יחסית, מנפיקים אשר פועלים בענף זה עשויים להתאים בצורה טובה יותר את מח"מ התקבולים למח"מ תשלומי החוב ולהסתגל לשינויים בסביבת הריבית או למחזוריים מאקרו-כלכליים. יחד עם זאת, פעילות זאת מאופיינת בתחרות גבוהה יחסית כאשר קיימים חסמי כניסה אך הם לא גבוהים במיוחד בהשוואה לענפי פעילות אחרים.

סליקה וניכיון שוברי אשראי:

מנפיקים אשר פועלים בענף הסליקה וניכיון שוברי אשראי, מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ קצר מאוד, אשר על פי רוב הינו נמוך מחודשיים. סיכון האשראי בפעילות הינו אל מול גופים בנקאיים או חברות כרטיסי אשראי המאופיינים בכושר החזר אשראי גבוה. התחרות בענף הינה מוגבלת וכוללת מספר מועט יחסית של שחקנים, כאשר חסמי הכניסה הינם גבוהים וכוללים בעיקר הסתמכות על מערכות מידע משוכללות וטכנולוגיה ייחודית.

חברות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים:

מנפיקים אשר פועלים בענף מתן אשראי עסקי, לרוב כנגד בטוחות, מאופיינים בתיק אשראי בעל מח"מ ארוך יחסית, כאשר הלוואות מסוג זה ניתנות לתקופות הנעות בין 60-36 חודשים. פעילות זו, על פי רוב, מאופיינת בבטוחות משמעותיות אשר נרשמות לטובת הגוף המממן. פעילות זאת מאופיינת בתחרות גבוהה יחסית גם מצד גופים בנקאיים וגופים מוסדיים. נציין כי, על פי רוב לקוחות של שחקניות בענף פעילות זה, יהיו בעלי כשר החזר נמוך יותר ביחס ללקוחות של הגופים הבנקאיים והמוסדיים.

חברות אשראי להשלמת הון עצמי לענף הנדל"ן למגורים:

מנפיקים אשר פועלים במתן אשראי לטובת השלמת הון עצמי בפרויקטי ייזום נדל"ן למגורים מאופיינים על פי רוב, בתיק אשראי הומוגני ובעל מח"מ בינוני-ארוך כאשר הלוואות ניתנות לרוב לתקופה של עד 36 חודשים במתווה של בולט. כמו כן, על פי רוב, הלוואות מאופיינות בחיתום כפול מטעם המנפיק והבנק המלווה, כאשר עבור המנפיק נרשמים שיעבודים מדרגה שנייה על הפרויקט ועבור הבנק המלווה שיעבודים מדרגה ראשונה. הענף מאופיין בתחרות גבוהה יחסית, כאשר קיים מספר לא מועט של שחקנים בענף, לרבות גופי מימון חוץ בנקאיים וקרנות השקעה. יחד עם זאת, חסמי הכניסה לענף הינם גבוהים יחסית וכוללים, ידע וניסיון בתחום ייזום הנדל"ן ונגישות גבוהה להון ומקורות מימון.

חברות אשראי צרכני:

מנפיקים אשר פועלים במתן אשראי צרכני, כאשר פעילות זו מאופיינת במתן אשראי סולו או מתן אשראי כנגד בטוחה. פעילות זו מאופיינת על פי רוב, במח"מ בינוני-ארוך כאשר הלוואות סולו ניתנות לתקופות של 60-36 חודשים והלוואות כנגד בטוחה עשויות להתאפיין בתקופות ארוכות. התחרות בענף הינה גבוהה וכוללת גופים בנקאיים, מוסדיים וחברות כרטיסי אשראי כאשר חסמי הכניסה הינם נמוכים-בינוניים.

חברות מסוג BDC:

"BDC" Business Development Companies הינן חברות לפיתוח עסקים בארה"ב אשר עוסקות במתן אשראי לעסקים קטנים ובינוניים בארה"ב. חברות BDC מאוגדות תחת Section 54 של חוק חברות ההשקעות האמריקאי Investment Company Act of 1940 ומוגדרות כתאגידים מדווחים בהתאם ל- Exchange Act of 1934, אשר מחיל על החברות חובות דיווח שוטפות החלות על חברות ציבוריות על פי דיני ניירות הערך האמריקאים. בנוסף, החברות מפוקחות על ידי רשות ניירות ערך בארה"ב - U.S. Securities and Exchange (SEC). תיק האשראי מתאפיין במח"מ בינוני-ארוך כאשר לרוב זמני פירעון הלוואות נעים בין 84-36 חודשים. תיק האשראי מתאפיין לרוב בשיעור גבוה של שיעבודים מדרגה ראשונה. התחרות בענף הינה גבוהה וכוללת בנקים מסחריים וקרנות השקעה, כאשר להערכתנו, חסמי הכניסה הינם נמוכים - בינוניים. הסיווג של BDC כענף מובחן במתודולוגיה זו נובע מהרגולציה הייעודית בה הן פועלות, אשר מחילה עליהן מגבלות שונות, שבין השאר נמדדות ביחסים פיננסיים ספציפיים. היות וכך, עבור חלק מהפרמטרים בקטגוריה "פרופיל פיננסי" במטריצת הדירוג, מידרוג קבעה מדדים פיננסיים נפרדים עבור חברות BDC עם משקלות שונים.

נציין כי מתודולוגיה זו עשויה לכלול חברות מימון מתחומים נוספים שלא תוארו לעיל, לרבות חברות מימון הפועלות תחת רגולציות שונות מהאמור.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

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

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר בחברות BDC		
ענף הפעילות	10%	סיכון ענפי	10%	-	10%	10%		
פרופיל עסקי	5%	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	5%	-	5%	5%		
פרופיל סיכון	10%	ריכוזיות תיק האשראי (ענפים ולווים)	5%	-	5%	5%		
		ניהול סיכונים	5%	-	5%	5%		
פרופיל פיננסי	75%	רווחיות	10%	רווח נקי/ממוצע נכסים מנוהלים	5%	5%		
				PPP/ממוצע נכסים מנוהלים	5%	5%		
		איכות נכסים	20%	חובות בעייתיים / תיק אשראי	5%	12.5%	5%	
				חובות אבודים/ממוצע תיק אשראי	10%	7.5%	10%	
				תיק אשראי מובטח בשעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק / סך נכסים מוחשיים	5%		5%	
		הלימות ההון	15%	הון עצמי מוחשי/סך נכסים מוחשיים מנוהלים	15%	15%	15%	
				כרית ACR ² מהדרישה הרגולטורית	15%		15%	
		נזילות וגמישות פיננסית	20%	יחס כיסוי הנזילות	10%	10%	10%	
				נכסי מנפיק משועבדים/סך נכסים מוחשיים	5%	5%	5%	
				מגוון מקורות מימון	5%	5%	5%	
		מדיניות פיננסית	10%		10%		10%	10%
		סה"כ	100%		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".

¹ רווח נקי לפני מיסים והפרשות לחובות מסופקים - Pre-tax, Pre-Provision income.
² Asset Coverage Ratio.

פירוט הפרמטרים העיקריים

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

סיכון ענפי

הסיכון הענפי לוקח בחשבון ארבעה גורמים משמעותיים:

פרופיל סיכון הפעילות - הפרמטר הראשון בביצוע הערכת הסיכון הענפי של חברת מימון ומיצובו הינו אפיון הסגמנטים אליהם מוטה המנפיק בענף פעילותו. מאפיינים מרכזיים לענף הינם קהל היעד, לרבות איכות וגודל הלקוחות, מח"מ האשראי הניתן והבטוחות, לרבות שיעור הבטוחות מהיקף המימון וכן סחירות הבטוחה ויכולת המנפיק לממשה (קיום שוק עמוק). מידרוג בוחנת גם את סוג האלטרנטיבה למערכת הבנקאית שמהווה המימון המוענק ע"י המנפיק, ומסווגת בין חלופה לאשראי בנקאי לשכבת מימון נוספת מעבר לאובליגו הבנקאי.

יציבות הביקושים - מידת חינויותו של השירות אותו מעניקה חברת מימון, תדירות צריכתו ויכולת החיזוי של הביקושים בעתיד מייצגים את יציבות הביקושים. ככל שהביקוש יציב יותר, כך יכול המנפיק לנהל באופן יעיל את עסקיו ולצפות שינויים בהיקף הפעילות. ככל שפעילות הלקוחות עשויה להשתנות כתוצאה מהתפתחות טכנולוגית, מחזוריות הכלכלה או שינוי בהעדפותיהם, מתערערת יציבות הביקושים וחושפת את המנפיק לפגיעה בהיקפי פעילותו.

מאפיינים תחרותיים - מידת התחרות בענף נמדדת בעיקר באמצעות הערכת כמות השחקנים בענף, מידת הדומיננטיות שלהם ומשמעותיות חסמי הכניסה. חסמי כניסה משמעותיים עשויים לכלול השקעות הוניות נרחבות, ידע ייחודי או אסטרטגי, רישיונות והיתרים רגולטוריים שונים, או כדאיות כלכלית המוטלת בספק כתוצאה ממרווחים נמוכים. ככל שמעמד השחקניות בענף חזק יותר ביחס ללקוחות ולספקי האשראי, קטנים הלחצים התחרותיים המופעלים על הענף.

מחזוריות כלכלית והשפעות אקסוגניות - בפרמטר זה מידרוג בוחנת את מידת חסינות הענף ושרידותו בפני סיכונים אקסוגניים, כדוגמת משבר בשווקים. תדירות המשברים שחוזה הענף בעבר, איכות השיקום ומשכו מסייעים לגבש את ציון הענף בהיבט זה. השפעה אקסוגנית משמעותית שעשויה לחזק או לפגוע בדירוג הינה קיומה/העדרה של הרגולציה בענף ויציבותה.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי של המנפיק תומך ביכולתו לייצר תזרים בר קיימא 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, מה שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, כאשר למנפיקים פרופיל עסקי חלש ותזרים נמוך, או תנודתי, יכול להיווצר לחץ פיננסי שיופעל עליהם, שיהיה בו כדי להשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. קטגוריה זו מבוססת על הערכה כמותית ואיכותית של פעילות המנפיק ונמדדת על ידי 3 פרמטרים עיקריים.

מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים

בבחינת מיצוב העסקי של המנפיק בענף, יציבותו ופיזור קווי העסקים מתחשבת מידרוג במספר תחומי הפעילות השונים בהם פועל המנפיק ובנתח השוק בו מחזיק המנפיק בתחומי פעילותו, תחת הבחנה בין מעמד ריכוזי בתחומי נישה ובין מעמד חזק בתחומי הפעילות המרכזיים בענף. פרמטר זה יושפע לחיוב כאשר מנפיקים פועלים בתחומי מימון מגוונים ובעלי מעמד בכל תחום בהשוואה למנפיקים בעלי מעמד חזק מאוד בתחום יחיד. אלה מעידים על יכולתו של המנפיק לנצל את יתרונותיו התחרותיים. יציבות המותג ויכולת ההגנה של המנפיק על נתח השוק שלו הינם גורמים שעשויים לחזק או לפגוע בציון המיצוב העסקי שלו.

פרופיל סיכון ריכוזיות תיק האשראי

בהיבט ריכוזיות תיק האשראי נבחנים פיזור חשיפות האשראי של המנפיק ע"פ ענפים ולווים שונים וחשיפתו אליהם. ככל שגדל שיעור התלות ו/או החשיפה ללווה/לקוח מסוים, כך צפויה לגדול תנודתיות תוצאותיו של המנפיק בעתות משבר, ולהיפך. לקוח מהותי שהינו בעל איתנות פיננסית טובה עשוי למתן את סיכון הריכוזיות. עם זאת, סיכון הריכוזיות אינו מוסר באופן מוחלט שכן שיקולי תחרות או שינויים אסטרטגיים של הלקוח, עלולים להוביל לסיום ההתקשרות מולם. במקרה של מנפיקים הפועלים בענף ניכין השיקים, אנו נבחן בפרמטר זה גם את ריכוזיות תיק האשראי ביחס למושכי השיקים.

ניהול סיכונים

ניהול הסיכונים בחברת מימון נתפס כפונקציית מפתח לאור אופי הפעילות, ולכן ניתן משקל לרמת ניהול הסיכונים, היקף הסמכות והעצמאות לה הוא זוכה, ותדירות וטיב התקשורת שמקיימת פונקציה זו אל מול קובעי המדיניות במנפיק. על מערכת ניהול הסיכונים בחברת מימון להקטין או להגביל את הסיכונים איתם מתמודד המנפיק, אשר עלולים לפגוע ברווחיות וביכולת חיזוי ההכנסות שלו. יחידת ניהול סיכונים טובה תבצע ניתוח תרחישי קיצון ברמת המנפיק וברמת השוק, ותקבע קריטריונים שקופים לגיבוש מידת הסיכון, תוך הסתמכות על מערכות מידע ברמה גבוהה במיוחד. הטמעת מערכת ניהול סיכונים יעילה מקטינה את פרופיל הסיכון הכולל של המנפיק. מערכת ניהול סיכונים ומערכות תפעול ברמת אינטגרציה גבוהה, תביא לאימוץ נרחב יותר בעבודת התפעול השוטפת של היחידות השונות בארגון. ככלל, אין אנו מצפים כי איכות מדיניות ניהול הסיכונים של מנפיק מסוים יתאים 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.

פרופיל פיננסי

המדדים הפיננסיים המובילים במתודולוגיה זו מחושבים בהתאם למתודולוגיה של מידרוג: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידים"³ והם משלבים את ההתאמות הסטנדרטיות שלנו לדוח רווח והפסד, תזרים מזומנים ומאזן, כפי שהן מובאות במתודולוגיה לעיל. הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים".

יחד עם זאת, מידרוג עשויה לבצע התאמות אחרות הספציפיות למנפיק מסוים. בהקשר של חברות מימון, מידרוג עשויה לבצע התאמות לדוחות כספיים של חברות אלו בקשר עם מבני מימון שונים הנהוגים בענף. כך, לצד גיוס חוב מהמערכת הבנקאית ומשוק ההון, חברות מימון עשויות להתממן, בין היתר באמצעות עסקאות המחאת זכויות על דרך המכר (להלן: "המחאת זכויות") ועסקאות איגוחי תזרימי מזומנים מנכסי המנפיק ומכירתם לצדדים שלישיים (להלן: "תיקי איגוח"). על פי רוב, עסקאות מסוג זה, מאופיינות בניכוי הנכסים ממאזן המנפיק, על בסיס של מכירת הנכסים ("true sale"). להגברת השוואתיות למנפיקים אחרים בענף, מידרוג עשויה לבצע התאמות עבור עסקאות אלה. בבחינת ההתאמות הנדרשות עבור מנפיקים אשר מתממנים באמצעות המחאת זכויות ותיקי איגוח, המבחן המרכזי שנבצע הינו, האם למנפיק קיים סיכון מהותי (recourse) אשר צפוי לנבוע מתוך אותן עסקאות או לחילופין, האם המנפיק מחזיק בנתח מהנכסים אשר להערכתנו מהווה סיכון נוסף על החברה מעבר לנכסי המאזן שלו. ככל שנסבור כך, אנו נבצע התאמות לפרמטרים מרכזיים בקשר עם הרווחיות, הלימות ההון ואיכות הנכסים של החברה. להרחבה נוספת, ראו תתי פרקים רווחיות, הלימות ההון ואיכות הנכסים. במסגרת זו, נציין כי, הגדרת "נכסים מנוהלים" בפרמטרים הנבחרים תחת מתודולוגיה זו, מתייחסת לנכסים הנמצאים על מאזן המנפיק בתוספת נכסים חוץ מאזניים אותם המנפיק מנהל ומתפעל או שקיימת למנפיק חשיפה שיווית אליהם.

³ הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיה "התאמות לדוחות כספיים והצגת יחסים פיננסיים מרכזיים בניתוח תאגידים", באתר מידרוג: www.midroog.co.il

רווחיות

יכולת הפקת רווחים הינה רכיב מפתח בהצלחתה או כישלונה של חברת מימון בטווח הארוך, ומאפשרת מדידת יכולת ייצור ערך כלכלי עבור בעלי המניות ובניית יכולת החזר החוב. רווחיות יציבה הינה קריטית עבור חברת מימון לאור צרכיה התכופים למחזור חוב. רווחיותה של חברת מימון נמדדת באופן המשקף את שיעור הרווח ביחס לסך נכסיה המנוהלים. כמו כן, נבחנת יציבות הרווחיות לאורך זמן, על מנת לשקף את יכולתו של המנפיק לייצר רווחים ולצלוח תקופות משבר בשוק. כך, בהערכת הציון במדדי הרווחיות, אנו עשויים לבצע התאמות אשר מביאות בחשבון את התנודתיות ברווחיות המנפיק. להערכתנו, יציבות ביכולת ייצור הרווחים, אשר באה לידי ביטוי ביכולת המנפיק לשמר את רמת הרווחיות לאורך המחזור הכלכלי בעתות גאות ושפל, הינה פרמטר מהותי אשר תורם לרמת הדירוג של המנפיק. מנפיק אשר מייצר רווחים גבוהים בעתות גאות ורווחים נמוכים בעתות שפל הינו בעלת נראות תזרימים נמוכה יותר לעומת מנפיק אשר מייצר רווחיות עקבית ומתמשכת לאורך המחזור הכלכלי.

כמו כן, בהערכת מדדי הרווחיות, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק, כאשר במסגרת ההתאמה נוסף את הנכסים המומחים והנכסים המאוגחים למכנה ביחסים המפורטים מטה.

בפרמטר זה מידורג בוחנת את תתי הפרמטרים הבאים:

- PPP / ממוצע נכסים מנוהלים - יחס המשקף את רווחיות פעילות המימון של המנפיק ומשקפת תשואה מותאמת לסיכון הגלום בפועל. יחס זה מחושב כך שהמונה הינו הרווח הנקי בתוספת המס החשבוני והוצאות ההפרשה לחובות המסופקים והמכנה הינו ממוצע הנכסים המנוהלים על ידי המנפיק בתחילת התקופה וסוף תקופת החישוב.
- רווח נקי / ממוצע נכסים מנוהלים - הרווח הנקי לאחר ההפרשה לחובות מסופקים, משקף את התשואה הנקייה מסיכון אותו רואה המנפיק. היחס מחושב כך שהמונה הינו הרווח הנקי והמכנה הינו ממוצע הנכסים המנוהלים של המנפיק בתחילת התקופה וסוף תקופת החישוב.

איכות הנכסים

איכות תיק האשראי של המנפיק הינה המניע העיקרי של הכנסות המנפיק ומבנה ההון שלו. לקוחות איכותיים ויציבים תומכים בהצלחת המנפיק. לעומת זאת, לקוחות שאיכותם ויציבותם מוטלות בספק מהווים מקור מהותי לסיכון אשראי ולחוסר יציבות בחברת מימון. הידרדרות באיכות הנכסים עלולה להוביל להפסדים ולייצור סנטימנט שלילי מצד מממנים, ובהמשך לפגוע ביכולת המנפיק לגייס הון מאידך.

נציין כי ביחס לפרמטרים מסוימים כגון הפרשה לחובות מסופקים והכרה בחובות אבודים, הנהלות החברות עשויות לבחור במדיניות הצגה שונה אלו מאלו, באופן המקשה על בחינה השוואתית. בהתאם ייתכן ומידורג תבצע התאמות מסוימות כמפורט בפרמטרים המתייחסים לאיכות הנכסים. אנו עשויים לבצע התאמות נוספות המתייחסות למדדי איכות הנכסים של המנפיק. למשל התאמות המתייחסות לצמיחה מואצת של תיק האשראי, אשר להערכתנו, עלולה להביא לפגיעה במדדי איכות הנכסים, מאחר וצמיחה מואצת עלולה לאותת על תיאבון לסיכון מוגבר ולהביא לתנודתיות מוגברת בביצועי התיק. מנפיקים אשר נמצאים בצמיחה מואצת עלולים לגרום ללחץ על הבקורות וניהול הסיכונים בחברה, כאשר לחץ זה עלול לבוא לידי ביטוי בשחיקה במדדי איכות הנכסים. התאמות המתייחסות לתמהיל תיק האשראי, בדגש על ריכוזיות בתיק האשראי אשר להערכתנו עלולה לגרום לתנודתיות בביצועי התיק. לדוגמה, ריכוזיות גבוהה של לווים או חשיפה גבוהה לענף מסוים. התאמות המתייחסות לחשיפה לסיכונים תפעוליים או רגולטוריים אשר עלולים להשפיע על תיק האשראי. לדוגמה, חברות אשר מתבססות על איגוח תזרימי מזומנים הנובעים מתיק ההלוואות שלהן ומכירתם לצדדים שלישיים על בסיס שוטף חשופות לסיכון המשך מכירת תיקי האיגוח וכן סיכונים רגולטוריים בקשר עם תקנות אשר עלולות להגביל את איגוח תזרימי המזומנים ומכירתם לצדדים שלישיים בעתיד.

כמו כן, בהערכת מדדי איכות הנכסים, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק, כאשר במסגרת ההתאמה נבצע הערכה לחובות בעייתיים וחובות אבודים לנכסים המומחים ולנכסים המאוגחים במונה.

ובמכנה נוסף את הנכסים המומחים והנכסים המאוגחים לתיק האשראי של המנפיק ככל ונכסים אלה אינם נכללים בתיק האשראי של המנפיק המדווח בדוחותיו הכספיים.

הפרמטרים הבאים נבחנים על ידי מידרוג על מנת לאמוד את איכות הנכסים של חברת מימון.

- **חובות בעייתיים / סך תיק האשראי ברוטו** - בצד המונה נכללת יתרת ההפרשה כללית בגין תיק האשראי בתוספת יתרת החובות ברוטו שנעשתה בגין הפרשה ספציפית וכן חובות בפיגור מעל 30 ימים אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם. בצד המכנה נכלל סך תיק האשראי ברוטו. יחס זה מייצג את שיעור ההלוואות הבעייתיות מתוך סך ההלוואות שניתנו, ומייצג את איכות החיתום ואת רמת סיכון האשראי המגולמת בקהל לקוחות היעד של המנפיק. מידרוג עשויה לבצע התאמות מסוימות, לרבות עבור החובות בפיגור בהתאם לאופי ומח"מ פעילות המנפיק. לדוגמא, עבור מנפיקים העוסקים במתן הלוואות לייזום נדל"ן, בחישוב חובות בעייתיים ניקח בחשבון את יתרת ההפרשה בגין תיק האשראי ברוטו בתוספת חובות בפיגור מעל שנה, אשר לא נעשתה הפרשה לגביהם.
- **מידרוג בוחנת גם את שיעור ההפסד בפועל ביחס לסך הלקוחות**, על מנת לאמוד את מהימנות ההפרשה לחובות מסופקים וכן כדי לבטא את יכולת השיקום בתיק האשראי של המנפיק. נציין כי, המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב על ידי מידרוג ואינו מוגדר או נתון כך בדוחות הכספיים של המנפיק. כמו כן, כפי שהוצג מעלה, חובות בעייתיים כוללים את יתרת ההפרשה בגין תיק האשראי ברוטו. מדיניות הפרשות של המנפיקים משתנה ממנפיק למנפיק ומתבצעת, בין היתר, בהתאם להערכות של הנהלות המנפיקים, היסטוריית ביצועים של תיק האשראי וגורמים נוספים ועל כן יכולת ההשוואה של חובות בעייתיים בין המנפיקים הינה מוגבלת. מידרוג עשויה לבצע התאמות שונות בחישוב החובות הבעייתיים על מנת לשפר את ההשוואה בנתון זה בין המנפיקים הפועלים בענף.
- **חובות אבודים / ממוצע סך תיק האשראי ברוטו** - יחס זה מחושב כך שהמונה הוא סכום המחיקות שרשם המנפיק לתקופה והמכנה הוא ממוצע תיק האשראי ברוטו (ממוצע תחילת תקופה וסוף תקופה). יחס זה מייצג את שיעור ההלוואות בהם מיצה המנפיק את מאמצי הגבייה והכיר בהם כחובות אבודים מתוך סך ההלוואות הממוצע. ומבטא את איכות הגבייה והשיקום ואת רמת סיכון האשראי המגולמת בפלח נלקחות של המנפיק.
- **שעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק / סך תיק האשראי** - ככלל, נשתמש ביחס זה עבור מנפיקים מסוג BDC אשר מאופיינים במתן הלוואות מובטחות בשעבוד בטוחות מדרגה ראשונה לרוב. יחס זה מחושב כך שהמונה לוקח בחשבון את סך ההלוואות שהעמיד המנפיק ומובטחות בשעבוד והמכנה לוקח בחשבון שווי הוגן של סך תיק האשראי של המנפיק. יחס זה מייצג את שיעור ההלוואות שהעמיד המנפיק אשר בגינם הוא מחזיק בשעבוד על נכס מדרגה ראשונה. ככל שיש חזק גבוה יותר, כך גוברת הסבירות כי המנפיק יוכל לשקם אחוז גבוה יותר מההלוואות אשר נמצאו בכשל.

הלימות הון

איתנות חברת המימון הינה רכיב משמעותי בדירוג. בפרט, הון עצמי של חברה מאפשר לה לספוג הפסדים ותנודתיות ברווחיות ובביצועיה בתקופות משבר. ללא הון מספק חברות מימון לא תוכלנה להתמודד עם משברים סיסטמטיים או פרטניים. הון מספק מאפשר למנפיק נגישות למקורות מימון ויכולת ניצול הזדמנויות עסקיות (כגון רכישת פעילות, פיצולים, מחיקות וכו'). שיעור ההון העצמי ביחס לסך הנכסים המנוהלים המוחשיים הינו הפרמטר המרכזי אותו מידרוג בוחנת בהיבט זה, ומייצג נאמנה את איתנותה הפיננסית והלימות ההון של חברת מימון. בהערכת מדדי הלימות ההון, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לצמיחה מואצת של תיק האשראי, אשר להערכתנו, עלולה להביא לשחיקה במדדי הלימות ההון. צמיחה מואצת בתיק האשראי, עלולה לאותת על מדיניות אגרסיבית ותיאבון לסיכון מוגבר אשר צפויים להביא לשחיקת הלימות ההון במידה ותיק האשראי צומח בקצב גבוה יותר ביחס להון העצמי של המנפיק.

כמו כן, בהערכת מדדי הלימות ההון, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לעסקאות המחאת זכויות ועסקאות תיקי איגוח של המנפיק מאחר ולהערכתנו, עסקאות אלה הינן כלי מימוני המהווה אלטרנטיבה למימון סטנדרטי אשר מתבצע על מאזן המנפיק, על כן לצורך הגברת ההשוואתיות אנו נגלם בפרמטר זה את הרווחיות הגלומה בעסקאות אלה אשר תורמת להגדלת ההון העצמי ביחס לסך

הנכסים המנוהלים המוחשיים. במסגרת ההתאמה עבור עסקאות מכירת תיקים אשר נגרעות מהמאזן נוסף את הנכסים שנמכרו למכנה. במסגרת ההתאמה יחס הלימון ההון עבור עסקאות תיקי איגוח נוסף למכנה את סך הנכסים המאוגחים ונוסף למונה את יתרת השכבה ההונית בעסקאות אלה.

- הון עצמי מוחשי / סך נכסים מנוהלים מוחשיים - מייצג את הלימות ההון של המנפיק ביחס לסך נכסים מנוהלים מוחשיים שלו, ובפרט תיק האשראי שלו. יחס זה מחושב כך שהמונה לוקח בחשבון הון עצמי⁴ והמכנה לוקח בחשבון את סך הנכסים המנוהלים המוחשיים של המנפיק. בהתאם להתאמות שתוארו לעיל.
- כרית ACR מהדרישה הרגולטורית - נשתמש ביחס זה עבור מנפיקים מסוג BDC אשר נתונים תחת רגולציה אשר מחייבת אותם לעמוד ביחס מינימלי של כיסוי נכסים. יחס כיסוי נכסים (ACR) הינו יחס אשר אומד את יכולת שירות החוב של המנפיק בהינתן מכירה ו/או הנזלת נכסיו. יחס זה מחושב כאשר המונה לוקח בחשבון את סך הנכסים של המנפיק בניכוי התחייבויות לא פיננסיות והמכנה לוקח בחשבון את סך יתרת החוב של המנפיק. פרמטר כרית ACR מהדרישה הרגולטורית מחושב באופן הבא: המונה הינו יחס ה- ACR בפועל בו עומד המנפיק פחות יחס ה- ACR הרגולטורי או יחס ה- ACR הנדרש בהתאם לאמות המידה הפיננסיות של המנפיק (הגבוה מביניהם) והמכנה הינו יחס ה- ACR הרגולטורי או יחס ה- ACR הנדרש בהתאם לאמות המידה הפיננסיות של המנפיק (הגבוה מביניהם).

נזילות וגמישות פיננסית

נזילותה של חברת מימון ונגישותה למקורות אשראי באופן שוטף הינם פרמטרים משמעותיים ליכולת התפעול של חברת מימון, מאחר ואשראי הינו חלק חיוני מהמודל העסקי בענף. מירב חברות המימון נשענות באופן הדוק על מימון חיצוני. לכן, משבר נזילות כתוצאה מהרעה במצבה העסקי של חברה, או כתוצאה ממשבר בשווקים, עלול לפגוע גם בחברה בעלת איתנות פיננסית יוצאת דופן. בהערכת הגמישות הפיננסית, אנו עשויים לבצע התאמות המתייחסות לגורמים נוספים, דוגמת נכסים בלתי משועבדים במנפיק אשר בגינם המנפיק יכול לגייס חוב נוסף אשר צפוי מחד לסייע בהגדלת פעילותו ומאידך להכביד על הגמישות הפיננסית שלו. פירוט ביחס לשיקולים אלו ראו בסעיף "גמישות פיננסית" בשיקולים הנוספים.

- יחס כיסוי הנזילות - אנו אומדים את הנזילות במנפיק באמצעות יחס אשר לוקח בחשבון את הנזילות במנפיק לעומת ההתחייבויות הפיננסיות שלו ל- 12 החודשים הבאים. יחס זה הינו משמעותי לקביעת נזילותו של המנפיק, עמידתו בהתחייבויותיו הפיננסיות בטווח הקצר והיכולת שלו לשרוד בזמני משבר בהן הנגישות למקורות מימון היא מוגבלת. יחס זה מחושב כאשר המונה לוקח בחשבון מזומנים ומסגרות אשראי חתומות ופנויות לשנה לפחות והמכנה לוקח בחשבון את חלויות החוב השוטפות של המנפיק. בהערכת מדד הנזילות, אנו עשויים לבצע התאמה לפירעונות חוב בטווח הקצר - בינוני ולקחת בחשבון גם פירעונות חוב אשר מעבר ל- 12 חודשים, אשר אינם נתפסים ביחס כיסוי הנזילות. בחינה של יכולת פירעון חוב בטווח הבינוני מקבלת משנה תוקף במיוחד למנפיקים בעלי חוב במח"מ לטווח בינוני אשר להערכתנו ימתינו עם המימון מחדש של החוב עד אשר פירעון החוב יהיה קרוב.
- נכסים משועבדים לסך נכסים מוחשיים - יחס זה מבטא את הגמישות הפיננסית של המנפיק באופן בו הוא יכול להתממן אל מול המערכת הבנקאית תוך שעבוד נכסיו. מנפיקים המאופיינים ביחס נכסים משועבדים לסך נכסים נמוך יחשבו כמנפיקים עם גמישות פיננסית איתנה ובעלי נגישות טובה למקורות מימון. יחס זה מחושב כאשר המונה לוקח בחשבון את סך נכסי המנפיק אשר משועבדים והמכנה לוקח בחשבון את סך הנכסים המוחשיים של המנפיק.
- מגוון מקורות מימון - מגוון מקורותיו של המנפיק משמש כמדד לגמישות הפיננסית שלו. ככלל, מנפיקים אשר מתממנים באמצעות מספר ספקי מימון ובתמהיל מקורות רחב, דוגמת בנקים, ספקי אשראי, גופים מוסדיים, אג"ח ציבורי, איגוחים ועוד

⁴ סך הון עצמי בניכוי מניות בכורה, זכויות מיעוט וקרנות הונית

נחשבים לבעלי גמישות פיננסית חזקה יותר לעומת גופים אשר מתממנים באמצעות מספר מועט של ספקי מימון ובתמהיל צר של מקורות מימון. בהקשר זה, נציין כי, קיימת חשיבות גבוהה למקורות מימון המתבססים על מסגרות אשראי חתומות לשנה לפחות על פני מסגרות אשראי לא חתומות (למשל, on-call).

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 דיבינד -** 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 מימון ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **אסטרטגיה עסקית -** אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בין היתר בהתייחס לאסטרטגיית הצמיחה של תיק האשראי, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותוכניתה לעתיד.
- **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 נבחנות גם בהיבטים של שקיפות, תלות באנשי מפתח, יכולתן לתכנן ולהוציא לפועל תוכניות עבודה, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים

ויכולתה להוציא לפועל את תוכניותיה העסקיות (Execution risk).

- **גמישות פיננסית** - אנו עשויים לבחון שיקולים נוספים הנוגעים לגמישות הפיננסית של המנפיק הכוללים, בין היתר, שמירה על מרחק הולם מאמות המידה הפיננסיות של המנפיק ולהערכתנו לא קיבלו ביטוי במסגרת סעיף נזילות וגמישות פיננסית. 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. חלק מבחינת הגמישות הפיננסית של המנפיק מידרג בוחנת גם את מועד פירעון הלוואות והאמורטיזציה של הלוואות תוך בחינת התאמת לוח הסילוקין לפעילות המנפיק והתזרימים הנובעים ממנה לאורך זמן. בפרט, נבחן האם קיים סיכון מימון מחדש העולה מעומס פירעונות בשנים מסוימות.
- **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.
- **שיקולים מבניים** - כדוגמת נחיתות/נדחות ומפל קדימויות. להרחבה ראו בסעיף "דירוג ברמת המנפיק ודירוג ברמת המכשיר הפיננסי" להלן.
- **סיכון סביבת הפעילות** - מידרג בוחנת את הסיכונים הנובעים משינויים בסביבה המאקרו כלכלית, העסקית, הרגולטורית, הטכנולוגית והמשפטית ואת השפעתם על הסיכון הענפי. במידה ולהערכת מידרג הסיכון אינו משתקף במלואו בתחזית הפיננסית ובציוני המטריצה, מידרג 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 מבעל המניות או מהחברה האם** - אנו בוחנים את סבירות התמיכה בחברת המימון 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 חברת המימון, 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 קשורים 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 של מידרג. 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 רחביות 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 מידרוג⁵.

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 מימון 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 רחביות 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 הממתנים, באופן איכותי.

⁵ 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 המסתנים.

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: 22.07.2021

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 מימון

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה	
ענף הפעילות	סיכון ענפי	10%	ענף מימון מונופוליסטי; חוזק תמחור מונופוליסטי; ענף יציב באופן יוצא דופן וללא אפקט לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; אין קורלציה למחזור כלכלי מקומי; תנודתיות נמוכה לאורך זמן ויוצאת דופן; ללא אירועי כשל. קו מוצר בסיכון נמוך מפני חידרת מוצרים חדשניים תחליפיים. מוצר הפונה לכלל שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	ענף ריכוזי; מספר מועט או ללא שחקנים חדשים; חוזק תמחור אוליגופולי; תחרות נמוכה או ללא מצד בנקים וגופים ממנים אלטרנטיביים. ענף עם יציבות גבוהה עם סיכוי נמוך לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; ענף מבודד באופן רב ממחזוריות כלכלית מקומית; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט מאוד אירועי סיכון; יציבות וקו מוצר בסיכון נמוך מפני חידרת מוצרים חדשניים תחליפיים. מוצר הפונה למספר רב של שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	ענף ריכוזי; מספר מועט או ללא שחקנים חדשים; חוזק תמחור אוליגופולי; תחרות נמוכה או ללא מצד בנקים וגופים ממנים אלטרנטיביים. ענף עם יציבות גבוהה עם סיכוי נמוך לשיבוש טכנולוגי או שינוי רגולטורי מהותי; ענף מבודד באופן רב ממחזוריות כלכלית מקומית; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט מאוד אירועי סיכון; יציבות וקו מוצר בסיכון נמוך מפני חידרת מוצרים חדשניים תחליפיים. מוצר הפונה למספר רב של שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	ריכוזיות מתונה [בינונית] יחסית של חברות מימון, אולם החזקה בתחילי שוק משמעותיים, ומספר מועט של שחקנים חדשים; תחרות מוגבלת מצד בנקים וחברות מימון וגופים ממנים אלטרנטיביים; חשיפה נמוכה לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; תנודתיות נמוכה לאורך זמן; מעט אירועי סיכון; קו מוצר בסיכון נמוך מפני חידרת מוצרים חדשניים תחליפיים; טרק ריקורד מהותי; מוצר הפונה למספר שכבות אוכלוסייה, או לקוחות.	חברות מימון עם נתח שוק בינוני- נמוך יחסית לקו מוצרים מסויים; חסמים מסויימים לכניסת שחקנים חדשים; חוזק תמחור מוגבל. חשיפה ברמה מוגבלת לשיבושים טכנולוגיים או שינויים רגולטוריים; הענף מותאם למחזור הכלכלי המקומי הכלכלי המקומי, עם רמת תנודתיות מתונת ודומות לענפים אחרים; אירועי סיכון מתונים בהיקפם. קו מוצר נישתי אך יציב עם סיכון נמוך מפני חידרת מוצרים חדשניים תחליפיים; טרק ריקורד מהותי; חלק מהענף עשוי להיות חשוף לסגנונים בסיכון גבוהה.	חברות מימון עם נתח שוק נמוך יחסית; מספר רב של שחקנים חדשים ואיתנים או נשלט על ידי הבנקים; דפוסי תמחור תחרותיים ביותר, הענף מותאם למחזור הכלכלי המקומי ברמה גבוה, אבל עם היסטוריית תנודתיות; קו מוצר חשוף מפני חידרת מוצרים; צמיחה גבוהה מאוד בענף או הישענות על רגולציות מהותיות; אירועי סיכון רבים. מוצר עם טרק ריקורד קצר, או הישענות על טכנולוגיה לא מוכחת, או חשיפה לסגנוני אוכלוסייה בסיכון גבוה.		
				פרופיל עסקי	מיצוב עסקי ופיזור קווי עסקים	5%	חברה מובילת שוק לאורך זמן בעלת מותג חזק ויציב. לא צפויה שחיקה במעמדה הענפי בטווח הזמן הקצר-בינוני; מספקת הצעת ערך כוללת ובעלת מיצוב טכנולוגי מצויין; מספר רב של סגמנטי עסקים ומגוון רחב של ערוצי שירותים בכלל הסגמנטים;	נחת שוק הגדול ביותר במגוון רחב של פעילויות; או נחת שוק גבוה מאוד בתחום נישא. בעלת מותג חזק ויציב; מספקת הצעת ערך כוללת ובעלת מיצוב טכנולוגי טוב מאוד; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים במרבית הסגמנטים;	נחת שוק משמעותי במגוון פעילויות; או פעילות משמעותית בתחום נישא; בעלת מיצוב טכנולוגי הולם; מספר סגמנטי עסקים ומספר ערוצי שירותים לפחות בסגמנט אחד	חברה בעלת נתח שוק נמוך במגוון פעילות; או מיצוב טוב בתחום נישתי שהינו בעל מאפיינים תנודתיים; טכנולוגי נמוך, בין 1-2 סגמנטים עסקיים
פרופיל הסיכון	ריכוזיות תיק האשראי	5%	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 5% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 1%. פיזור לקוחות ענפי גבוה - חשיפה נמוכה מ- 10% לענף.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 10% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 3%. פיזור לקוחות ענפי גבוה - חשיפה נמוכה מ- 15% לענף.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 10% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 3%. פיזור לקוחות ענפי גבוה - חשיפה נמוכה מ- 20% לענף.	10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 15% מהתיק ואף חשיפה לא עולה על 5%. פיזור לקוחות ענפי סביר - חשיפה נמוכה מ- 20% לענף.	מבנה ריכוזי מסוים ביחס ללקוחות או ענף מסוים; 10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 20% מהתיק. אף חשיפה אינה עולה על 7%.	מבנה ריכוזי מסוים ביחס ללקוחות או ענף מסוים; 10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 20% מהתיק. אף חשיפה אינה עולה על 7%.	מבנה ריכוזי מסוים ביחס ללקוחות או ענף מסוים; 10 החשיפות הגדולות מהוות פחות מ- 20% מהתיק. אף חשיפה אינה עולה על 7%.	

ניהול סיכונים		5%					5%	רווח נקי לממוצע נכסים מנוהלים	
ניהול סיכונים ברמה מזויינת. מודעות גבוהה מאוד של ההנהלה והדירקטוריון לסיכונים העיקריים של החברה. ההנהלה והדירקטוריון קובעים יחדיו את תאבון הסיכון של החברה לתקופה של לפחות שנה ומתקיימים דיונים בנושא ברמה רבעונית. ההנהלה הבכירה מתדיינת בנושאי ניהול סיכונים ברמה חודשית ובשוטף. קיים תפקיד ייעודי של מנהל סיכונים ראשי המדווח ישירות לדירקטוריון. מנהל הסיכונים הינו עצמאי בעל זכות וטו. ניהול הסיכונים הינו רכיב מפתח בהליך קבלת ההחלטות בחברה. קיימות מערכות ניהול סיכונים ברמה גבוה מאוד. הסיכונים נבחנים ברמה פרטנית וברמה כלל חברתית. מבוצעת בתדירות גבוה של תיק הנכסים של החברה, ברמת הלקוח וניתוח מקרי קיצון באופן שוטף.	ניהול סיכונים ברמה טובה. מודעות גבוהה של ההנהלה והדירקטוריון לסיכונים העיקריים של החברה. ההנהלה והדירקטוריון קובעים יחדיו את תאבון הסיכון של החברה לתקופה של שנה ומתקיימים דיונים בנושא ברמה רבעונית. ההנהלה הבכירה מתדיינת בנושאי ניהול סיכונים ברמה חודשית ובשוטף. קיים תפקיד ייעודי של מנהל סיכונים ראשי שעשוי לדווח ישירות לדירקטוריון. מנהל הסיכונים לא חייב להיות חלק מההנהלה והמלצותיו הינם בגדר ייעוץ. ניהול הסיכונים הינו רכיב מפתח בהליך קבל ההחלטות בחברה. קיימות מערכות ניהול סיכונים ברמה גבוהה. הסיכונים נבחנים ברמה פרטנית וברמה כלל חברתית. מבוצעת בחינה בתדירות בינונית של תיק הנכסים של החברה, ברמת הלקוח וניתוח מקרי קיצון באופן שוטף.	ניהול סיכונים ברמה מספקת. ההנהלה והדירקטוריון מודעים לסיכונים העיקריים של החברה אך מעורבותם בקביעת תאבון הסיכון של החברה מוגבלת. מתקיימים דיונים בנושא לפחות פעמיים בשנה. ההנהלה הבכירה מתדיינת בנושאי ניהול סיכונים ברמה חודשית. מתפתח, אך עוד לא ממש קיים, תפקיד ייעודי של מנהל סיכונים ראשי. חשיפות מדווחות להנהלה בשוטף, ויחידות ניהול הסיכונים פועלים בהנחית ההנהלה. ניהול הסיכונים הינה יחידה עצמאית מהניהול העסקי. קיימות מערכות ניהול סיכונים ברמה מספקת אך צריכה שיפורים נוספים. מבוצעת בחינה בתדירות נמוכה של תיק הנכסים של החברה. חשיפות ללקוחות מהותיים מנותחות בתדירות גבוה יותר. ניתוח מקרי קיצון נעשה "אד-הוק".	ניהול סיכונים צנוע. מודעות צנועה של ההנהלה והדירקטוריון לסיכונים העיקריים של החברה וממשל תאגידי לא מיטבי. מעורבותם בקביעת תאבון הסיכון של החברה מוגבלת מאוד (ההנהלה הבכירה קובעת מדיניות). מתקיימים דיונים בנושא פחות מפעמיים בשנה. מערך ניהול סיכונים מתפתח ואין תפקיד ייעודי של מנהל סיכונים ראשי. יחידת ניהול הסיכונים אינה עצמאית לחלוטין ועשויה לדווח להנהלה העסקית בחברה. לא מבוצעת בחינה פורמאלית של תיק הנכסים של החברה. מערכות ניהול סיכונים מתפתחת וקיים חוסר בנתונים, נגישות אליהם ותוצאות זמן אמת. קיימת חולשה בניתוח ומדידה של סיכונים. תרחישי קיצון מבוצעים באופן מוגבל.	>5.0%	3.5%-5.0%	2.5%-3.5%	1.0%-2.5%	0.5%-1.0%	>0.5%
רווחיות		5%					5%	PPP לממוצע נכסים מנוהלים	
>7.5%	5.5%-7.5%	4.0%-5.5%	3.0%-4.0%	1.0%-3.0%	>1.0%				

							חובות בעייתיים לסך תיק אשראי ברוטו		
>10.5%	8.5%-10.5%	6.5%-8.5%	3.5%-6.5%	1.5%-3.5%	<1.5%	12.5%			
							חובות אבודים לממוצע סך תיק אשראי ברוטו		
>5.0%	3.0%-5.0%	1.25%-3.0%	0.75%-1.25%	0.25%-0.75%	<0.25%	7.5% או 0% עבור BDC			
							או עבור BDC: שעבודים מדרגה ראשונה לטובת המנפיק לסך תיק האשראי	איכות הנכסים	
45%-55%	55%-70%	70%-85%	85%-90%	90%-95%	<95%	7.5%			
							הון עצמי לסך נכסים מוחשיים מנוהלים	פרופיל פיננסי	
8.0%>	8.0%-12.0%	12.0%-16.0%	16.0%-22.0%	22.0%-30.0%	>30.0%	15%		הלימות הון	
10.0%>	10.0%-17.5%	17.5%-25.0%	25.0%-35.0%	35.0%-50.0%	>50.0%	15%	או עבור BDC: יחס הכיסוי ACR		
40%>	40%-80%	80%-120%	120%-200%	200%-300%	>300%	10%	יחס כיסוי נזילות		
75%-100%	60%-75%	45%-60%	30%-45%	15%-30%	0%-15%	5%	נכסי מנפיק משועבדים לסך נכסים מוחשיים		
								נזילות וגמישות פיננסית	
חברה פרטית ואין לה נגישות לשוק ההון; החברה מתממנת דרך מסגרת מימון אחת עיקרית	לחברה עלולה להיות תלות במקור מימון עיקרי ונגישות החברה לשוק ההון מוגבלת מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון או איגוחים או מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים; לחברה 2-4 מסגרות מימון	לחברה עלולה להיות תלות במקור מימון עיקרי; נגישות החברה לשוק ההון טובה. מקור המימון עשוי לכלול את המערכת הבנקאית או שוק ההון או איגוחים או מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים; לחברה 5-7 מסגרות מימון	מגוון מקורות מימון ונגישות טובה לשוק ההון אף בעיתות משבר, אשר כוללים את המערכת הבנקאית, שוק ההון איגוחים, מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים; בין 8-10 מקורות מימון	נגישות טובה מאוד לשוק ההון אף בעיתות משבר ומגוון מקורות מימון אשר כוללים את המערכת הבנקאית, שוק ההון איגוחים, מסגרות אשראי נוספות ו/או שטרי הון, הלוואות בעלים ומכשירים היברידיים; למעלה מ-10 מסגרות מימון	5%	מגוון מקורות מימון			

מדיניות פיננסית

<p>המדיניות הפיננסית של החברה נוטה במידה רבה להעדיף את האינטרס 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 ולשינויים במבנה ההון של החברה מח"מ הפעילות הינו ארוך מאד</p>	<p>המדיניות הפיננסית של החברה נוטה במידה מסוימת להעדיף את האינטרס של בעלי המניות על זה של בעלי החוב והדבר ניכר גם במדיניות חלוקה; חוסר עקביות במדיניות ההשקעות, לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין מח"מ הפעילות הינו ארוך</p>	<p>המדיניות הפיננסית של החברה הינה ברת חיזוי במידה טובה/ בינונית ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות; עקביות במדיניות ההשקעות, התיאבון העסקי למיזוגים ורכישות הינו מתון מאוד עד בינוני, אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה נמוכה/בינונית והשפעתן של רכישות על הפרופיל הפיננסי הינה מתונה/בינונית; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה מח"מ הפעילות הינו קצר</p>	<p>המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוכל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה מח"מ הפעילות הינו קצר</p>	<p>המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב; מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוכל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד; ניהול סיכוני השוק וניהול הנזילות שמרניים במידה רבה מאוד; קיימת מחויבות ערכית לפרופיל אשראי חזק לאורך זמן; מדיניות החלוקה אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה מח"מ הפעילות הינו קצר מאד</p>
--	--	--	--	--

10%

*יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.**הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שיקבע גם במספרים לא שלמים וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים אחרים.

© 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים 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 מוכח 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>