



דירוג חברות קבלנות

דוח מתודולוגי | ספטמבר 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

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הקבלנות. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על דירוג חברות קבלניות 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 שישפיע 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 נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. 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 ההנהלה 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.

מרכיבי הדירוג העיקריים



בבואנו לבחון את איכות האשראי של חברה אנו בוחנים את מאפייני הענף בו היא פועלת ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, רמת התחרות, חסמי כניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. מרכיב נוסף המשפיע על הדירוג הינו, הפרופיל הפרטני של החברה מבחינת גודל, גיוון עסקי ומיצוב בענף הפעילות.

הערכת פרופיל החברה נועדה לאמוד את יכולתה

להסתגל ולצלוח תנודתיות ומשברים בסביבת הפעילות, באמצעות יתרונותיה התחרותיים. הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי של החברה, הכולל את רמת המינוף, רווחיות, יחסי הכיסוי, איכות מקורות התזרים, וכמובן נזילותה וגמישותה הפיננסית. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של החברה ומהמדיניות 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 ומדיניות ניהול הסיכונים, מדיניות פיננסית, בעלי המניות ופוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk).

ענף הקבלנות

ענף הקבלנות כולל חברות שפועלות כקבלן ראשי או כקבלן משנה ופעילות זו מהווה פעילות ליבה משמעותית, בין אם זו הפעילות היחידה, ובין אם קיימים מגזרי פעילות נוספים. הפעילות הקבלנית מאופיינת בהסכמי התקשרות סגורים לביצוע עבודות במפרט, בהיקף ובאופק זמן מוגדרים מראש, כאשר משך העבודה יכול לנוע בין מספר חודשים לבין מספר שנים. קבלת העבודות נשענת במקרים רבים על זכייה במכרזים. לקוחות הענף הינם תאגידים עסקיים כגון מפעלים תעשייתיים, יזמי נדל"ן, חברות אנרגיה, מפעילי תקשורת, מוסדות ציבור שמנהלים תשתיות וכן חברות קבלניות בעצמן שמנהלות פרויקטים שלמים ומתקשרות עם קבלני ביצוע שונים.

פעילות קבלנית קיימת בקשת רחבה של ענפים אשר שונים מאוד זה מזה במאפייניהם: בנייה (מגורים, מגדלים, מרכזים מסחריים), תשתיות לאומיות (תחבורה, אנרגיה ומים), אלקטרו-מכאניקה (חשמל, מעליות, מיזוג אוויר), תקשורת (התקנות, פריסת תשתיות) ועוד. המשותף לתחומי הקבלנות השונים, בין היתר, הינו חשיפה להשקעות הוניות במשך במגזר הפרטי, הציבורי (גופים שפופים לתקציב ומחוצ לתקציב) והממשלתי.

חברות קבלניות שונות בהיקפי פעילותן ובסוגי ההתמחות - החל מחברות המתמחות בתחום צר של קבלנות (למשל כבישים, חשמל, תקשורת) ועד לחברות המהוות קבלניות מפתח אינטגרטיביות לפרויקטים שלמים. חברות קבלניות נבדלות גם בהיקף הפעילות והניסיון הנצבר, ברמת הפיזור של הפרויקטים ובגודלם. חברות קבלניות עשויות לפעול במגזרים נוספים המשיקים לפעילות הקבלנית העיקרית, כגון פעילות סחר, פעילות תעשייה או פעילות של ניהול ותחזוקה.

מאפייני ענף הפעילות

ככלל, ענף הקבלנות מאופיין להערכתנו ברמת סיכון גבוהה יחסית לענפי המשק. הסיכון הקבלני מושפע מאופי הפעילות הפרויקטואלי, ונובע ממחזוריות עסקית גבוהה, ממאפיינים שונים של כל פרויקט, ומחשיפה למשך החיים המתמשך של הפרויקט, היוצרת חשיפה אינהרנטית לרווחיות. מאפיינים אלו מתמתנים ככל שהפרויקטים בעלי מאפיינים סטנדרטיים ודומים, ככל שרמת הפיזור של הפרויקטים גבוהה וככל שקיימת פעילות בהיקף מהותי בתחומי התחזוקה והשירותים. רמת התחרות בענף משתנה מאוד בין תחומי הקבלנות, אולם ככלל היא איננה בין הגבוהות, נוכח חסמי כניסה לא מבוטלים, הכוללים ניסיון ומוניטין, רישוי, איתנות פיננסית, יתרונות לגודל ויתרונות יחסיים מובנים בתחומים שונים, כגון קשרי סחר, שיתופי פעולה עם חברות בינלאומיות, ידע הנדסי ייחודי וכד.

חשיפה למחזוריות כלכלית: ככלל, חברות קבלניות חשופות לתנודתיות בביקושים להשקעות הוניות בנכסים קבועים, דוגמת השקעה במבנים, בדירות מגורים, במפעלים תעשייתיים, בתשתיות אנרגיה, כבישים, מים, ביטחון ותקשורת. לתחומי השקעות אלו מאפיינים שונים. פרויקטים של תשתיות הממומנים ישירות או בעקיפין מתקציב המדינה הם להערכתנו בעלי מאפיינים אנטי מחזוריים, מכיוון שהמדינה עשויה להאיץ פרויקטים מסוג זה דווקא בתקופות של האטה, ובכל מקרה תקציב ההשקעות הממשלתי חשוף פחות למחזוריות הכלכלית (אם כי הוא חשוף לפרמטרים אחרים, כגון סדר העדיפות הממשלתי, יכולת תכנון והוצאה לפועל של פרויקטים על ידי המגזר הציבורי ועוד). לעומת זאת, הביקוש להשקעות הוניות מצד המגזר הפרטי, לרבות השקעות בדירות למגורים, הינו בדרך כלל בין הראשונים שנבלמים בתגובה להאטה כלכלית, ובין האחרונים לשוב לצמיחה. התפתחות צבר ההזמנות אצל הקבלנים הינה אינדיקטור מקדים אפקטיבי לצפות את השינוי במגמות הביקושים, ובהתאם, קיומו של צבר הזמנות חזק ביחס למחזור ההכנסות השנתי מהווה גורם מממן סיכון.

פעילות פרויקטואלית: ההישענות על הזמנות חדשות בכל שנה פוגמת בנראות התזרימים ומהווה גורם סיכון, בהשוואה לפעילות של מתן שירותים מתמשכים, וזאת נוכח המאפיינים השונים של הפרויקטים, לרבות היקפים המשתנה, משך הזמן והרווחיות שעשויה להיות שונה מאוד מפרויקט לפרויקט. פרויקטים ארוכים או פרויקטים מורכבים יוצרים חשיפה



לרווחיות בשל פער הזמן ממועד התכנון למועד הביצוע, אשר יוצר סיכון הקמה או סיכון הנדסי. חשיפות אלו מתמתנות ככל שלחברה פיזור רחב של פרויקטים, ניסיון ומוניטין.

רווחיות: רמת הרווחיות עשויה להיות שונה מאוד מפרויקט לפרויקט, וזאת ככל שהפרויקטים גדולים ומורכבים יותר, וזה מאפיין בעיקר פרויקטים גדולים של תשתיות, בנייה של מבנים ייחודיים ופרויקטים של פריסה רחבה בתחום התקשורת. הרווחיות חשופה לסיכון תכנוני/הנדסי, לשינויים במחירי תשומות (עבודה, חומרים, ריביות) ולמידת העמידה בלוחות הזמנים ובאבני הדרך. היכולת לצמצם ולגדר סיכונים מסוג זה טמונה להערכתנו במאפייני ההתקשרות בפרויקט וביכולת השליטה והבקרה של החברה. כך למשל, חשיפה למחירי סחורות וחומרי גלם זוכה בדרך כלל לגידור חלקי בלבד בחוזי ההתקשרות, באמצעות הצמדה למדדים שונים. יכולת הקבלן לתכנן ולבצע את הרכש באופן יעיל עשויה למתן גם את שארית החשיפה שאינה מגודרת בחוזה. כמו כן, ככל שלקבלן ניסיון והתמחות בעבודות מסוג דומה ויתרונות יחסיים בתחום, פוחתת החשיפה. שיעור הרווחיות התפעולית המקובלים בישראל אינם גבוהים בממוצע. יחד עם זאת הממוצע מאופיין בשונות גבוהה בין הקבלנים בתחומים השונים ובין פרויקטים, שעשויים להתאפיין בשיעורי רווחיות שונים מאוד. הרווחיות בענף השירותים לבנייה מושפעת פעמים רבות מרגישות מחיר גבוהה של מזמיני העבודה (יזמים וגופים ציבוריים), התמשכות הפרויקטים ושינויים בלתי צפויים וכן שינויים בתשומות הבנייה.

תמהיל הלקוחות: בין הגורמים החיוביים המאפיינים לרוב את הענף כוללים לקוחות שהינם גופים ציבוריים, בעלי תקציבים גדולים וסיכון אשראי נמוך, מנגד, ימי אשראי ארוכים ועיכובים בתשלומים מצד הגופים הציבוריים מאפיינים אף הם את הענף. חוזים עם לקוחות מהמגזר הפרטי יאופיינו בשולי רווח גבוהים מנגד קיים חשש לביטול או דחיית פרויקט עם החלשות הכלכלה. חוזים עם לקוחות מהמגזר הציבורי מאופיינים בשולי רווח נמוכים יותר ובעלי קורלציה עם מדיניות ממשלתית פסיקאלית ותקציבי התרחבות אשר לעתים אינם בעלי קשר למחזוריות הכלכלית. ככלל, שוק הפעילות העיקרי של החברות הקבלניות בישראל הינו השוק המקומי. חברות קבלניות גדולות במיוחד פונות גם לשווקים הבינלאומיים, בין אם בחבירה ליזמים ישראלים בפעילות בינלאומית ובין אם בכניסה לשווקים מתפתחים תוך ניצול ניסיון, ידע ויכולות הנדסיות. בחינת תמהיל הפעילות הגיאוגרפית תיעשה תוך מתן דגש למידת הפיזור שהיא מקנה אל מול סיכון המדינה.

תנדויות בתזרימי המזומנים: ההכרה בהכנסות בענף הקבלנות נעשית בהתאם לקצב התקדמות העבודה ובהתאם לאבני דרך שנקבעו בחוזה ההתקשרות, בכפוף לאישורי קבלה של העבודה בידי הלקוח. הדבר אופייני בעיקר בפרויקטים בתחומי הבנייה והתשתיות. הענף מאופיין בימי לקוחות ארוכים יחסית. מאפיינים אלו חושפים את החברות בענף לתנדויות חדה בתזרימי המזומנים ולצורך לממן הון חוזר בהיקפים מהותיים. חשיפה זו עשויה להצטמצם באמצעות קבלת מקדמות.

מיצובה העסקי של החברה

חלק זה דן במיצוב העסקי של החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות וביחס לענף. הפרמטרים הנבחנים מתייחסים לגודל, פיזור עסקי, מיצוב הקבלן בשרשרת הערך הענפית ויתרונות יחסיים אחרים התורמים ליכולת השבת הרווחים ולכושר התחרות. עבור חברות קבלניות, ערך עודף זה מתבטא ביכולות, בניסיון ובמוניטין שצברה החברה בתחומי פעילותה ובקשרים עם שותפים עסקיים, המאפשרים לה להתמודד במגוון רחב של עבודות בהיקפים שונים. אנו סבורים כי בענף הקבלנות קיים יתרון ליכולות השליטה והבקרה על ניהול הפרויקטים וביצועם, עמידה בלוחות זמנים וניהול סיכונים, לרבות חשיפות משפטיות. טרק רקורד לצד איכות מערכות המידע והנתונים של החברות מהווים פרמטרים משמעותיים בהערכת המיצוב העסקי של החברה.



חברה בעלת מוניטין גבוה נתפסת כחזקה יותר בעיני לקוחות, משקיעים, שותפים וספקים כאחד, עובדה המקלה עליה בנגישותה לעסקאות ולפיתוח החברה בכל המישורים, החל מהעסקת צוות איכותי ומקצועי, שכאמור מהווה גורם משמעותי בתפקוד חברות בענף, וכלה בקבלת מימון ממשקיעים או מוסדות פיננסיים לעסקאות חדשות. חברות בעלות גודל והיקף פעילות רחב נוטות לספק מגוון שירותים ומוצרים משלימים על מנת להוות one stop shop בעיני הלקוח. כך קיימת להן האפשרות לקזז השפעות שליליות בביקושים ובהיצעים בשווקים מסוימים לאורך זמן על פני קבוצות מוצרים, מותגים וגיאוגרפיות. לרוב, חברה בעלת מיצוב עסקי חזק תציג יציבות בהכנסותיה וברווחיותה.

גודל הפעילות

היקף הכנסות: היקף הכנסות רחב בענף הקבלנות עשוי להצביע על פיזור הכנסות טוב יותר של פרויקטים ובין לקוחות. היקף פעילות רחב מקנה יכולת טובה יותר לגשר ולפצות על פרויקטים חלשים, ואף הפסדיים, וכן מאפשר להחליק שינויים מחזוריים בהיקפי הפרויקטים. היקף פעילות רחב עשוי להוות יתרון משמעותי במכרזים ולאפשר לחברה לבצע פרויקטים ארוכים ומגוונים. עבור חברות הפעילות בתחום הקבלנות, היקף הפעילות משקף כוח יחסי למול החברות המתחרות בשוק, גמישות תפעולית והיכולת להוציא לפועל פרויקטים ארוכים, מגוונים ומורכבים. יש להדגיש כי היקף ההכנסות נבחן לאורך זמן וכי צמיחה מהירה עלולה לבטא סיכונים גלומים לרווחיות העתידית, כך שהיקף הפעילות, בפרט בחברות צומחות, נבחן ברקע המדיניות העסקית הכוללת של החברה, לרבות מדיניות לקבלה של פרויקטים ותמחורם.

צבר הזמנות: צבר ההזמנות משקף הזמנות חתומות לביצוע אשר ההכנסות בגינן טרם הוכרו. אנו בוחנים את הרכב הצבר בחלוקה בין פרויקטים ובחלוקה בין לקוחות ואת התפלגות השנים למימוש הצבר. אנו בוחנים את פרופיל הפרויקטים העיקריים בצבר: איכות הפרויקטים, משך הפרויקטים ומורכבותם, מאפייני ההתקשרות החוזית, המרווחים הצפויים, היסטוריית ההכרה בהכנסות בגין הפרויקטים והתפתחות הרווחיות של הפרויקטים. התפתחות הצבר מצביעה על המגמה הצפויה בהכנסות בטווח הקצר והבינוני. צבר ההזמנות נבחן ביחס להיקף ההכנסות השנתי. יחס צבר להכנסות גבוה מ-1.0 כשהוא יציב לאורך זמן מהווה אינדיקטור חיובי לנראות ההכנסות וליציבותן. יחס העומד במגמת קיטון מהווה אינדיקטור שלילי לצמיחה העתידית. כאשר יחס צבר להכנסות מצוי בעלייה, אנו נשאף לבחון ולהבין את מקורות הצמיחה בצבר, את תוכניות המימון של צמיחה זו ואת המרווחים החזויים ממנה.

רווח תפעולי (EBIT): אנו בוחנים את נתון הרווח התפעולי כמדד ליכולת הנהלת החברה לתרגם את היקף הפעילות לכדי תזרים פרמננטי ממקורות פנימיים. גודל מאפשר גמישות תפעולית, אולם הוא גם משית על החברה הוצאות קבועות של מטה וניהול בהיקף גבוה, אשר עלולות להוות נטל בתקופות של חולשה בשוק. אנו מקנים דגש ליציבות הרווח התפעולי, ולמידת היעילות התפעולית של החברה ויכולת החברה לספוג הוצאות בלתי צפויות.

פיזור וגיוון מגזרי הפעילות

פיזור ענפי: חברות פרויקטים עשויות להתמקד בענף משק עיקרי (כגון בנייה למגורים, פרויקטים לתעשייה, עבודות חשמל, ביצוע כבישים ועוד) או לספק שירותים גנריים/מגוונים, על פני מגוון רחב של ענפי משק. אנו בוחנים את פילוח ענפי המשק בהם פועלת החברה, וככל שהחברה ממוקדת סביב ענף יחיד עיקרי, מאפייני ענף זה ישפיעו על מאפייני הסיכון של החברה. חברה המתמקדת בפרויקטים של תשתיות, תהיה חשופה יותר לתקציבי ממשלה למול חברה הפונה גם לתחום העסקי. חברה הפועלת רק בתחום הבנייה למגורים חשופה מאוד למחזוריות הכלכלית של ענף זה.

פיזור פרויקטים: הפיזור נבחן לאורך פרויקטים שונים, לקוחות שונים ואזורי פעילות, במידה ולחברה גם פעילות מחוץ לישראל. ריכוזיות לקוחות או חשיפה למספר מועט של פרויקטים גדולים מקשה על פיזור סיכונים וחושפת את החברה



לתודות בהכנסות וברוח וליכולת של אובדן לקוח או פרויקט מרכזי. בחינת הריכוזיות נעשית על פי תחזית ההכנסות על בסיס צבר ההזמנות.

גיוון מגזרי פעילות והכנסות מתחזקה: חברות קבלניות עשויות לפעול במגזרים נוספים, המשיקים לפעילות הקבלנית העיקרית. כגון פעילות סחר, פעילות תעשייתית או פעילות ניהול ותחזוקה. פעילויות סחר ותחזוקה עשויות להתאפיין ברווחיות גבוהה יחסית וביציבות גבוהה יותר בהשוואה לפעילות הקבלנית. ככל שקיימת פעילות מהותית נוספת על מגזר הקבלנות המאופיינת ביציבות, הדבר עשוי להוות גורם חיובי בדירוג.

מיצוב עסקי בשרשרת הערך

קבלן ראשי/קבלן משני: חברות קבלניות שיש ברשותן הניסיון והיכולות לשמש כקבלניות ראשיות זכות למעמד עסקי טוב יותר, כוח מיקוח מול הלקוחות ופוטנציאל רווחיות גבוה יותר. קבלנים ראשיים מספקים לרוב שירותים בעלי ערך מוסף, הכוללים על פי רוב שירותי ניהול ואינטגרציה, מה שעשוי להעיד על פוטנציאל רווח גבוה יותר ושליטה רמה יותר ברווח. קבלניות המשנה מתקשרות מול הקבלנים הראשיים ובדרך כלל הן בעלות כוח מיקוח ורווחיות מוגבלים. יש לציין כי גם כאשר החברה משמשת כקבלנית ראשית היא עדיין חשופה לרווחיות הפרויקט, ולעיתים אף במידה רבה יותר לעומת קבלן המשנה. אנו בוחנים את מבנה ההתקשרות המקובל של החברה בחוזה הקבלנות, בדגש על מבנה התגמול (למשל, מחיר קבוע מל "כתב כמויות"), חשיפה למחירי תשומות וכד.

אסטרטגיה - מחזור מול רווח: פרמטר זה רלוונטי לחברות בענפים רבים ושונים, אולם בענף הקבלנות אנו סבורים כי יש לכך חשיבות מיוחדת, נוכח מאפייני הפעילות ושיקולים של הוצאות קבועות לשימור הפעילות, אשר עלולים להטות חברות בנסיבות מסוימות (האטה, תחרות) ליטול עבודות רחבות היקף בעלות רווח נמוך מאוד ואף הפסדיות. בדומה לענפים אחרים, לעיתים זהו שיקול עסקי (שמירה על מעמד ונוכחות תחרותיים בשוק) או כלכלי (כיסוי עלויות קבועות), אולם לעיתים הדבר עלול להעיד על תיאבון סיכון גבוה ולייצר חוסר איוון בפעילות, בייחוד כשמדובר בקבלניות קטנות יחסית. בהקשר זה אנו בוחנים את תמהיל הפרויקטים, הניסיון הרלוונטי של החברה בפרויקטים הגדולים, מבנה תמחור הפרויקטים ומקורות המימון לצמיחה. אנו בוחנים את מידת השמרנות של האסטרטגיה העסקית ומידת המיקוד בהתחשב בניסיון של החברה, המהווים להערכתנו גורמים מפחיתי סיכון.

תכנון, שליטה ובקרה: זהו פרמטר ניהולי בעל חשיבות גבוהה אצל חברות קבלניות. חשיבות מוטת התכנון, השליטה והבקרה נובעת מקיומם של מספר רב של פרויקטים בדרך כלל, בעלי מאפייני מורכבות שונים, ממשיך הזמן בין תכנון הפרויקט עד הוצאתו לפעול, אשר יוצר חשיפות ואי וודאויות, מהתלות בקבלני משנה ובשיתוף פעולה מול הלקוח וכן מהצורך לתמחר כל זאת מראש ולעמוד בלוחות זמנים. עמידה בלוחות זמנים מהווה תנאי ומגבלה חשובה מאוד בענף הקבלנות, והיא בעלת השפעה על הרווחיות ולאורך זמן גם על המוניטין. יכולות אלו נבחנות בכמה אמצעים: טרק רקורד של החברה ועמידה בתחזיות רווח שהוצגו בעבר עבור פרויקטים ארוכי טווח, מאפייני ההתקשרות של החברה בפרויקטים ויכולתה לגדר סיכונים ולצמצם חשיפות, מבנה ארגוני ומאפיינים של שכבת ניהול הביניים וכן איכות מערכות המידע בחברה המתבטאת גם באיכות הנתונים והתחזיות הנמסרים לחברת הדירוג.

רווחיות ויציבות הרווחים

הרווחיות משקפת את מאפייני הענף וחסמי הכניסה אליו, את היתרונות היחסיים של החברה ויכולת הניהול שלה ואת יעילותה התפעולית. הרווחיות מהווה כרית לספיגת הפסדים בלתי צפויים ותודות לפעילות. הרווחיות מושפעת ממאפייני הפרויקטים, מיתרון לגודל, מיכולת לספק ערך מוסף כגון ומהיכולת להוציא אל הפועל בהצלחה את החוזים בהם התקשרה החברה (יכולת השליטה והבקרה). לחילופין, חברות קבלניות עלולות לעיתים להקריב את הרווחיות על



חשבון היקף הפעילות ולהיכנס לפרויקטים פחות רווחיים ואף הפסדיים. אנו בוחנים את היקף הפרויקטים ההפסדיים העיקריים, ככל שישנם כאלו, בראי האסטרטגיה של החברה ובמידה בה החברה יכולה לאזן פרויקטים מסוג זה ולפצות על כך. רווחיות נמדדת לאורך זמן. אנו בוחנים מגמות בביצועים ואת מידת התנודתיות של הביצועים בתקופות של מחזוריות כלכלית או זעזועים בסביבה העסקית של החברה. אנו בוחנים את הרווחיות ביחס לחברות מתחרות באותו ענף או ביחס לחברות הפועלות בענפים אחרים להם מאפיינים דומים. **שיעור רווח תפעולי להכנסות (EBIT%)** מהווה מדד מרכזי לרווחיות בענף זה. שיעור זה נגזר מתמהיל הפרויקטים של החברה ותמהיל מגזרי הפעילות השונים ומהיתרונות היחסיים הקיימים לחברה בתחום ההנדסה, הרכש והניהול. שיעור הרווחיות מבטא גם את מידת היעילות התפעולית. המדד הנ"ל נבחן לאורך זמן ובמבט קדימה בכדי לשקף מצב מייצג. לאורך זמן, הפרמטר מודד רווחיות בתרחישים כלכליים שונים. הרווח התפעולי נמדד כשהוא מנוטרל מהכנסות או הוצאות שאינן נובעות מהפעילות השוטפת, או שהינן בעלות אופי חד פעמי. שיעור הרווח התפעולי נמדד בשילוב עם פרמטרים נוספים: שיעור הרווח הגולמי, התפתחות מרכיבי עלות המכר והוצאות התפעול השונות.

מיצוב פיננסי

מיצוב פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. מיצוב פיננסי הינו בעל השפעה 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 וביעילות של פעילות החברה והן במדיניות הפיננסית שמובילה הנהלת החברה. צירוף שני נדבכים אלו קובע לאורך זמן את שיעור המינוף של החברה, יחסי הכיסוי וגוזר את מידת הגמישות הפיננסית של החברה.

אנו בוחנים את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי, צרכי ההשקעה ברכוש הקבוע/הון חוזר ודרך המימון של רכישות של פעילויות חדשות. מעבר לפרמטרים כמותיים אנו נותנים דגש לגורמים איכותניים כגון גיוון ערוצי המימון, מגבלות פיננסיות ועומס פירעונות.

המיצוב הפיננסי נמדד על בסיס הערכותינו לטיב הביצועים ואופי המדיניות הפיננסית אשר מייצגים את החברה המדורגת. המדיניות הפיננסית מתבטאת ונמדדת על בסיס מינוף מאזני ומינוף תזרימי המזומנים. בכך, המדיניות הפיננסית גוזרת את הגמישות של החברה לספוג מהמורות בסביבה העסקית והפיננסית.

אנו נוהגים להבחין בין תזרימים פרמננטיים לבין תזרימים המושפעים מפערי עיתוי ועונתיות (הון חוזר) כגון שינויים בתנאי אשראי הלקוחות או הספקים ושינויים חדים במחירי הסחורות. עלייה בצורכי ההון החוזר גורעת מהתזרים ולעיתים כרוכה בהגדלת המינוף והרעה בגמישות הפיננסית. חלק מהיחסים מנטרלים את השינויים בצורכי ההון החוזר, במידה ולהערכתנו לחברה נגישות סבירה למממנים לצורך מימון ההון החוזר. על מנת לצמצם את התנודתיות בדירוג אנו רואים לנגד עינינו ממוצעים רב שנתיים היסטוריים ועתידיים אשר משקפים נאמנה את מיצובה הפיננסי של החברה לאורך זמן. לרוב, אנו נתייחס לתרחיש בסיס אשר נגזר מתחזיות אותן אנו עורכים לטווח הקצר והבינוני.

יחסי איתנות

יחס חוב/קאפ: רמת המינוף של החברה, כנגזר ממדיניות ההנהלה נמדדת באמצעות יחס החוב הפיננסי לסך 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 כיסוי חוב לתזרים, זהו אינדיקטור יציב יותר הנתון בשליטת ההנהלה והדירקטוריון וככזה מאפשר תובנה לגבי אסטרטגיית ההנהלה לאורך זמן. יחס נפוץ ודומה הינו **יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן**. בשונה מיחס החוב לקאפ, יחס ההון למאזן



פחות יציב ומושפע משינויים בהיקף המאזן המושפעים מחירי שוק, עונתיות ורמת נזילות. חלק מאסטרטגיית הצמיחה של חברות קבלניות מבוססת על רכישת חברות אשר טומנת בחובה גידול בסעיף הנכסים הבלתי מוחשיים. בחברות בהן סעיף הנכסים הבלתי מוחשיים הנו מהותי, אנו בוחנים גם את יחס הון עצמי מוחשי למאזן.

יחסי כיסוי

- **חוב/EBITDA** - מודד את מספר שנות החזר החוב מהרווח התפעולי השוטף לרבות בתנאים משתנים על פני זמן. EBITDA הינו מדד של רווח ולא תזרים, ובכך יתרונו וחסרונו. EBITDA נגזר מתוך דוח רווח והפסד וככזה הוא יציב יותר בכך שהוא מנטרל תנועות תזרימיות הנובעות מפערי עיתוי, כגון שינויים בהון החוזר. מאותה סיבה, EBITDA אינו מבטא את השינויים בתזרימי המזומנים כתוצאה משינויים בהון החוזר, השקעות הוניות וחלוקת דיבידנדים. יחס זה נפוץ כאמת מידה פיננסית מול מממנים ועל כן מעיד בראש ובראשונה על המדיניות הפיננסית אשר נקבעה ע"י הנהלת החברה.
- **חוב/FFO** - היחס מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי, המכונה גם תזרים מפעולות. FFO מחושב מתוך התזרים מפעילות שוטפת ובניטרול שינויים בהון חוזר ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי. 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** - יחס כיסוי הוצאות המימון הינו מדד ליכולת החברה להוסיף ולשאת בחוב הפיננסי או למחזר אותו והוא מעיד על גמישות פיננסית, בעיקר בחברות בדירוג השקעה. היחס מנטרל עונתיות של תזרימי המזומנים ורמות הון חוזר, אשר בתורם משפיעים על רמות החוב לאורך השנה.

להלן דגשים בקשר עם מדידת החוב:

חוב פרויקטלי - חברות קבלניות המשמשות כיזמיות בפרויקטים תשתיתיים עשויות לשאת במאזן (או בישויות בשליטה משותפת) חוב פיננסי בכיר ייעודי לפרויקט (project finance). חוב פרויקטלי שונה במאפייניו ביחס לחובות רגילים של החברה הן משום שלעיתים קרובות החוב הפרויקטלי אינו בעל זכות חזרה לבעלי המניות והוא נפרע רק מתזרימי הפרויקט והן משום שחוב זה ניהנה מבכירות בתזרימי המזומנים מהפרויקט. אנו מחשיבים את החוב הפרויקטלי כחלק מסך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה תוך שאנו מביאים בחשבון את המאפיינים הייחודיים של חוב זה, את יחסי הכיסוי המאפיינים את הפרויקט, את מאפייני הסכם המימון והאסטרטגיה להמשך האחזקה בפרויקט.

חוב בישויות בשליטה משותפת - לעיתים אחזקה בפרויקט תשתיתי, כחלק מאסטרטגיה של החברה הקבלנית, נעשית כאחזקה מיעוט או אחזקה בשליטה משותפת, כאשר בשני המקרים החברה אינה מאחדת את חברת הפרויקט במאזניה. במקרים אלו אנו נשקול לבצע איחוד יחסי של נכסי הפרויקט והתחייבויותיו במטרה לשקף את חלקה האפקטיבי בפרויקט. התאמה זו תבצע ככל שהפרויקט מהווה נכס אסטרטגי עבור החברה והיא עשויה לבצע השקעות דומות גם בעתיד.

התחייבויות חוץ מאזניות - חברות קבלניות עתירות בהתחייבויות חוץ-מאזניות מסוג ערבויות ביצוע וערבויות חוק סכר. ערבויות אלו אינן מהוות בדרך כלל חלק מהחוב הפיננסי, מכיוון שהן משקפות את הסיכון התפעולי של הקבלן, המגולם בסיכון הענף ובסיכון העסקי של החברה. אנו בוחנים את התפתחות הערבויות מסוג זה ואת אירועי החילוט שלהן, ככל שהיו כאלה. התחייבויות חוץ מאזניות לצדדיים שלישיים עשויות להילקח כחלק מהחוב הפיננסי לפי סוגן וטיבן.

נזילות

רמת הנזילות נמדדת בהיקף המזומנים מפעולות שמייצרת החברה ביחד עם יתרות המזומנים ותיק ההשקעות הסחיר שלה, ביחס לצרכיה השוטפים, החלויות השוטפות של יתרות החוב של החברה וצרכי כיסוי עלויות החוב השנתיים שלה.



נזילות טובה מאפשרת ספיגה של שינויים בסביבה העסקית, בעיקר באלמנטים אשר לא ניתן לגדרם בצורה אפקטיבית. להערכתנו, פערי עיתוי תזרימיים בפרויקטים קבלניים ארוכי טווח מחייבים חברות בתחום לשמירה על היקפי מזומן סבירים ומסגרות אשראי בהיקף סביר. 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: בנינוח הנזילות אנו לוקחים בחשבון תיק השקעות בו קיימים נכסים נזילים סחירים דוגמת ני"ע (באחוזי 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 בין מספר בנקים והיסטוריית היחסים של החברה עם הבנקים.

עוד בפרמטר הנזילות, אנו בוחנים את צרכי ההון החוזר התפעולי של החברה ואת מידת התנודתיות של ההון החוזר בין התקופות ובהשוואה לחברות אחרות בענף. תנודתיות חדה בהון החוזר התפעולי אופיינית לחברות קבלניות והיקפה נבחן ביחס למקורות הנזילות הפנימיים (תזרים מפעולות ויתרות מזומנים) והיחיצוניים (כגון מסגרות אשראי).

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.

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 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 יתחשב 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 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. 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 ולסיכונים 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 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 שבכוונתו 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 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, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחרותם 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 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 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.