
מסגרת מתודולוגית לדירוג חברות לא-פיננסיות

אנליסט אשראי ראשי:

Mark Puccia, ניו יורק, 212-438-7233 mark.puccia@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

Gregoire Buet, ניו יורק, 212-438-4122 gregoire.buet@standardandpoors.com

תוכן עניינים

מתודולוגיית דירוג תאגידים

דירוגים נמוכים מ-'B'

יחסים פיננסיים והתאמות

תהליך הדירוג

מחקר ומתודולוגיה קשורים

מסגרת מתודולוגית לדירוג חברות לא-פיננסיות

ב-19 בנובמבר, 2013, פרסמה Standard & Poor's את הקריטריונים החדשים שלה לדירוג חברות לא-פיננסיות. זהו העדכון המשמעותי הראשון של מתודולוגיית דירוג החברות של S&P מאז 2008. באמצעות הקריטריונים החדשים אנו מקווים להבהיר טוב יותר למשתתפים בשוק את תהליך הדירוג שלנו, ולהגביר את יכולת ההשוואה הגלובלית בין הדירוגים שלנו באמצעות מסגרת קריטריונים בהירה, מקיפה ועקבית מבחינה גלובלית, תוך שמירה על מקום לשיקול דעת אנליטי.

בפרסום הקריטריונים החדשים טמון גם רצונה של S&P להמשיך ולבסס את ביצועיה המצוינים בדירוג חוב תאגידי ובשירות צורכיהם של משתתפי שוק שונים. מחקרים שבדקו את ביצועי הדירוגים שלנו בעבר הצביעו על מתאם חזק בין דירוגים גבוהים לשיעורים נמוכים של אי-פירעון, ובין דירוגים נמוכים לשיעורים גבוהים של אי-פירעון. לאחר בדיקות פנימיות מקיפות של הקריטריונים החדשים ותקופה ארוכה של קבלת הערות, אנו סבורים שהדירוגים שלנו ימשיכו להיות אמת-מידה שימושית לסיכון אשראי יחסי.

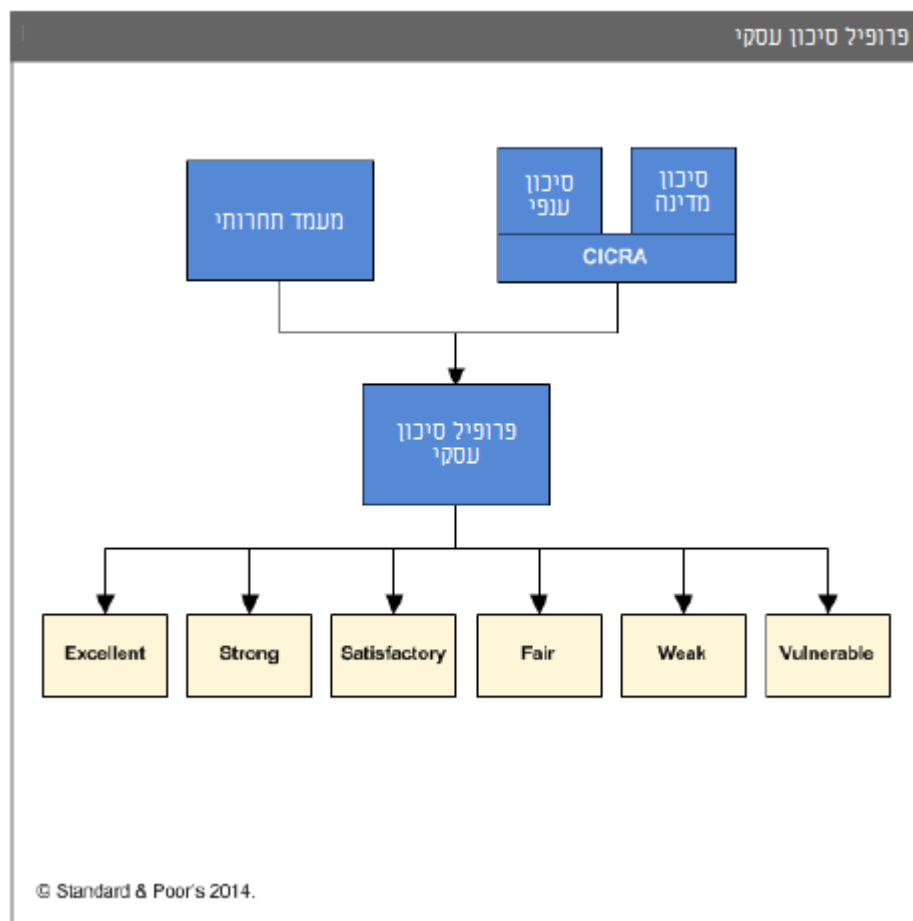
במסמך זה נציג היבטים מרכזיים של מתודולוגיית הדירוג שלנו ונסביר כיצד פועל תהליך הדירוג הלכה למעשה. בפרט, נתמקד בשיפורים המשמעותיים ביותר בקריטריונים החדשים.

מתודולוגיית דירוג תאגידים

מסגרת

מתודולוגיית ניתוח התאגידים שלנו מארגנת את תהליך הניתוח לפי מסגרת משותפת, ומחלקת את המשימה לכמה קטגוריות כך שכל הנושאים החשובים ייכנסו לניתוח. תחילה אנו מנתחים את פרופיל הסיכון העסקי של החברה, אחר כך אנו מעריכים את פרופיל הסיכון הפיננסי שלה, ואז אנו מצרפים את שניהם ויוצרים את דירוג העוגן של המנפיקה. אחר כך אנו משתמשים במספר התאמות כדי להחליט אם לשנות את דירוג העוגן ומגבשים את הדירוג כישות עצמאית (Stand Alone Credit Profile – SCAP). לבסוף, אם יש צורך בכך, אנו משקללים גם את השפעת הקבוצה או הממשלה, ומגבשים את דירוג המנפיק. חשוב לציין שלאורך כל התהליך, S&P מבצעת התאמות אנליטיות מסוימות על התוצאות הכספיות המדווחות על מנת לקבל נתונים כספיים עקביים שניתן להשוות אותם ברמה הגלובלית. (לסקירה מפורטת יותר של מתודולוגיית דירוג התאגידים שלנו, ראו "Corporate Methodology", שפורסם ב-19 בנובמבר 2013).

פרופיל הסיכון העסקי



פרופיל הסיכון העסקי משקף את פוטנציאל הסיכון/תשואה של החברה בשווקים שבהם היא פועלת, את סיכון המדינה בשווקים הללו, את הסביבה התחרותית בשווקים הללו (הסיכון הענפי), ואת היתרונות והחסרונות התחרותיים של החברה בשווקים הללו. פרופיל הסיכון העסקי משפיע על מידת הסיכון הפיננסי אשר חברה מסוימת יכולה לעמוד בו בהינתן דירוג SCAP נתון, ומהווה את הבסיס להצלחה הכלכלית של החברה. אנו משלבים את הערכות הסיכון הענפי, סיכון המדינה והמעמד התחרותי על מנת לקבוע את פרופיל הסיכון העסקי של החברה. הערכות פרופיל הסיכון העסקי נעות בין "excellent" (הגבוה ביותר) ל"vulnerable" (הנמוך ביותר).

סיכון מדינה

סיכון המדינה כולל קשת רחבה של גורמים הנובעים מביצוע עסקים במדינה מסוימת או ממנה, שעשויים להשפיע על איכות האשראי. סיכון המדינה כולל את הסיכון הכלכלי, סיכון יעילות המוסדות והממשל, סיכון המערכת הפיננסית, וסיכון שלטון החוק/מוסר התשלומים.

דירוגי המדינות של S&P (sovereign ratings) משמשים לעתים קרובות כאמצעי המתמצת את רמת הסיכונים הללו במדינה מסוימת. אולם דירוגי מדינות מתמקדים בסבירות שמדינה (או רשות ריבונית אחרת) תשלם את חובה במלואו ובזמן, ודירוג המדינה עשוי להוות הערכת חסר, או הערכת יתר, של

הסיכונים הספציפיים כאשר מדובר בסיכון אשראי של תאגידים. סיכונים אלה משתקפים בציון שאנו נותנים לסיכון המדינה. חברות הפועלות באותה מדינה יקבלו בדרך כלל את הערכת סיכון המדינה של אותה מדינה. הערכת סיכון המדינה של חברות החשופות ליותר ממדינה אחת תשקף את הממוצע המשוקלל של החשיפה לסיכון המדינה של אותן מדינות. הערכות סיכון מדינה נעות בין 1 (הסיכון הנמוך ביותר) ל-6 (הסיכון הגבוה ביותר). למידע נוסף על הגישה של S&P לסיכונים מדינה, ראו "Country Risk Assessment Methodology And Assumptions", שפורסם ב-19 בנובמבר, 2013.

סיכון ענפי

ניתוח הסיכון הענפי מגביר את שקיפות הדירוגים ומאפשר להשוות דירוגים בין מגזרים שונים באמצעות מתן ציון לסיכון התוך-ענפי. המתודולוגיה מתייחסת לגורמים המרכזיים שמשפיעים לדעתנו על הסיכונים העומדים בפני חברות בענף שבו הן פועלות. אנו משתמשים בשני גורמים כדי לקבוע הערכת סיכון ענפי גלובלי:

- מחזוריות;
- סיכון תחרותי וסביבת צמיחה.

המחזוריות מהווה בעינינו מרכיב מפתח בהערכת הסיכון הענפי בשל חשיבותה בקביעת רמת סיכון האשראי של הענף ושל החברה. מחקרים אמפיריים מצביעים על כך שיש שונות רבה בין ענפים ברמת המחזוריות של הכנסות ורווחיות.

ניתוח הסיכון התחרותי והצמיחה של הענף כולל הערכה של:

- אפקטיביות המחסומים לכניסה לענף;
- רמת שולי הרווח בענף ומגמתם;
- הסיכון של שינוי בטווח הארוך ותחלופה על ידי מוצרים, שירותים וטכנולוגיות;
- הסיכון הטמון במגמות צמיחה ענפיות.

הערכת הסיכון הענפי נעה בין 1 (הסיכון הנמוך ביותר) ל-6 (הסיכון הגבוה ביותר). אם חברה פועלת בכמה ענפים, אנו משתמשים בממוצע המשוקלל של הערכות הסיכון הענפי השונות (על פי משקל כל ענף בפעילות החברה) על מנת לקבוע את הערכת הסיכון הענפי. (לתיאור מלא של סיכון ענפי, ראו "Methodology: Industry Risk", שפורסם ב-19 בנובמבר, 2013).

CICRA

השילוב בין הערכתנו לסיכון המדינה והערכתנו לסיכון הענפי מכונה "הערכת הסיכון הענפי וסיכון המדינה" של חברה מנפיקה (CICRA – Corporate Industry and Country Risk Assessment). גם ה-CICRA נע בין 1 (הסיכון הנמוך ביותר) ל-6 (הסיכון הגבוה ביותר).

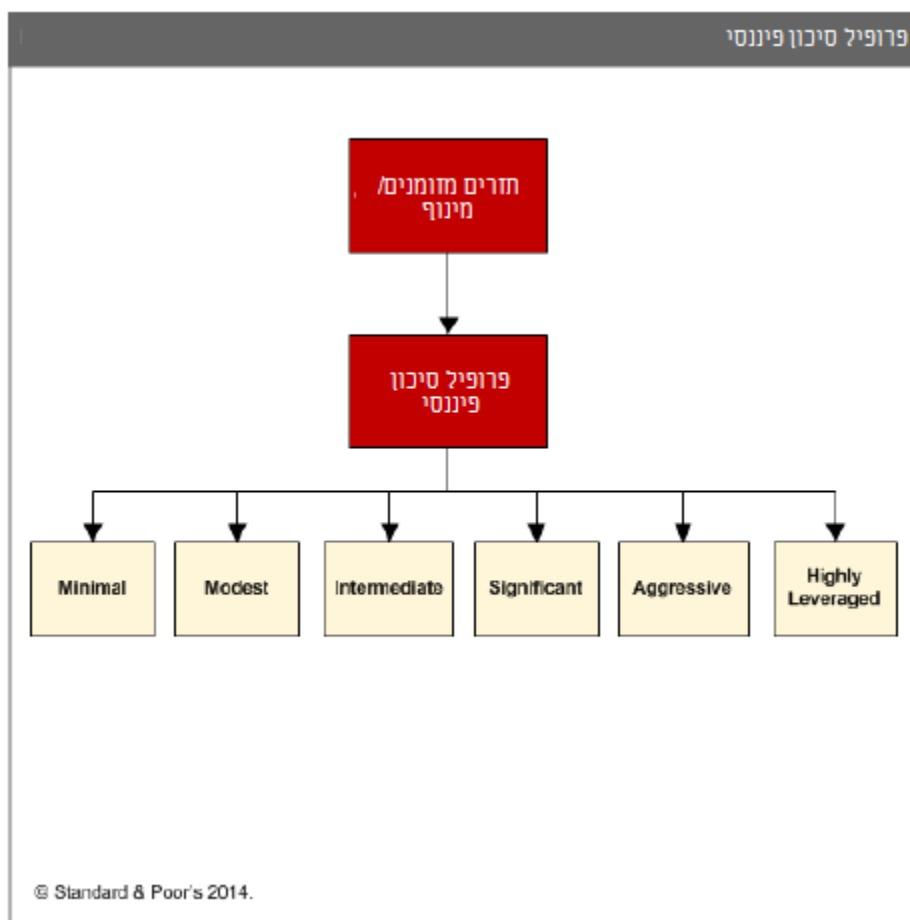
מעמד תחרותי

אנו משלבים את ציון ה-CICRA עם הערכתנו למעמד התחרותי של החברה וכך משלימים את הערכת פרופיל הסיכון העסקי של החברה המנפיקה. המעמד התחרותי מקיף את שלל המאפיינים העסקיים והתכונות התפעוליות של החברה המשפרים את ה-CICRA שלה או גורעים ממנו. מאפיינים אלה נחלקים לארבע קבוצות:

- יתרון תחרותי;
- גודל, היקף וגיוון;
- יעילות תפעולית;
- רווחיות.

חולשותיה וחוזקותיה של החברה ביחס לכל אחד משלושת המרכיבים הראשונים מעצבות את מידת התחרותיות שלה בשוק, את יכולת הקיום של הכנסותיה ורווחיה ואת התנודתיות שלהן, ומכאן גם את חוזקן של פרופיל הסיכון העסקי שלה. בשורה התחתונה, חברה עם מעמד תחרותי חזק אמורה להציג רווחיות טובה יותר מזו של רעותיה, בעוד שחברות עם מעמד תחרותי חלש יותר יציגו מדדי רווחיות טובים פחות משל רעותיהן. משום כך, הערכת הרווחיות עשויה לאשש את ההערכה הראשונית לגבי המעמד התחרותי, או לשנות את ההערכה לטוב או לרע. מעמד תחרותי חזק מהממוצע בענף יחזק את פרופיל הסיכון העסקי של החברה. לעומת זאת, מעמד תחרותי חלש מהממוצע בענף יחליש את פרופיל הסיכון העסקי של החברה. המעמד התחרותי של החברה מבוסס על הגורמים שלעיל ונע בין 1 (excellent) ל-6 (vulnerable).

פרופיל הסיכון הפיננסי



פרופיל הסיכון הפיננסי הוא תוצאה של ההחלטות שמקבלת ההנהלה במסגרת פרופיל הסיכון העסקי של החברה ובהתחשב בסיבולת הסיכון הפיננסי שלה, ביניהן החלטות על צורת המימון של החברה ועל מבנה המאזן שלה. פרופיל הסיכון הפיננסי משקף גם את היחס בין תזרימי המזומנים שהארגון יכול להשיג, בהינתן פרופיל הסיכון העסקי שלו, לבין ההתחייבויות הפיננסיות שלו. באמצעות ניתוח תזרימי המזומנים/מינוף, אנו קובעים את הערכת הפרופיל הסיכון הפיננסי של מנפיק תאגידי, הנע בין "minimal" (סיכון פיננסי מועט ביותר) לבין "highly leveraged" (סיכון פיננסי רב ביותר).

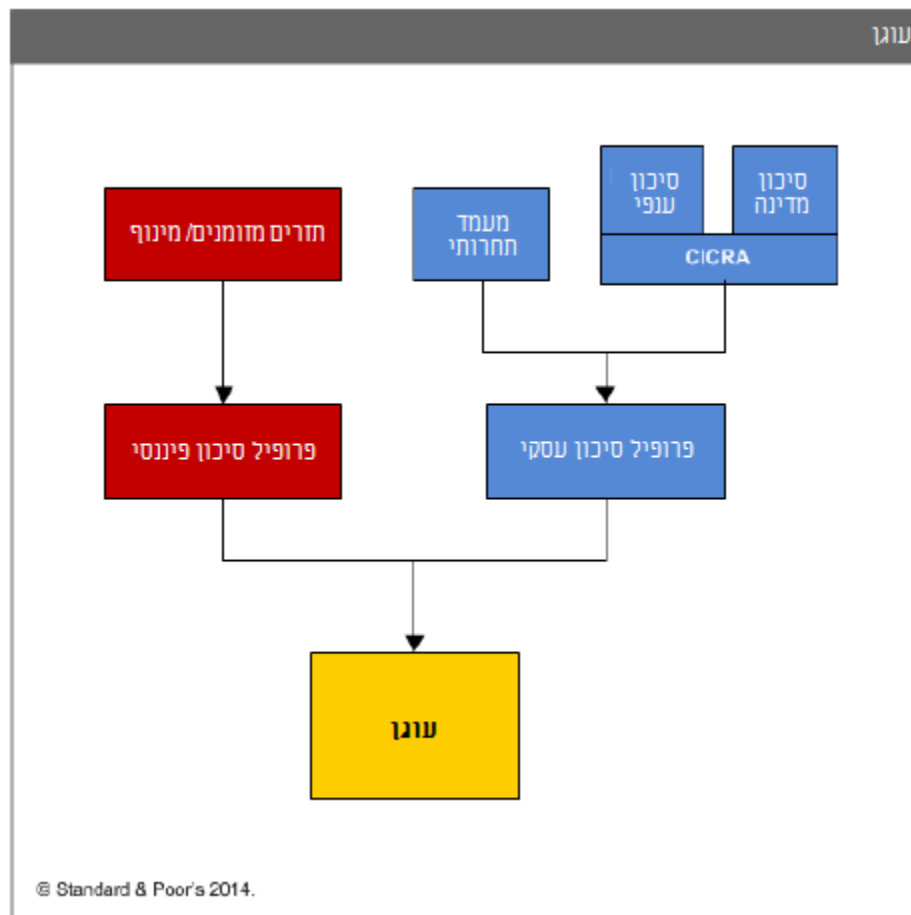
תזרימי המזומנים/מינוף

היחס בין דפוסי ייצור תזרימי המזומנים, בהווה ובעתיד, לבין התחייבויות במזומן, הוא לעתים קרובות הממד הטוב ביותר לרמת הסיכון הפיננסי של החברה. על מנת לקבל פרספקטיבה רחבה, האנליסטים מעריכים שורה של יחסי יסודי חוב, רובם מבוססים על תזרימי המזומנים, המשלימים זה את זה משום שכל אחד מתמקד ברמה אחרת של מפל התשלומים של החברה ביחס להתחייבויותיה (לפני ואחרי שינויים בהון החוזר, לפני ואחרי הוצאות הוניות, לפני ואחרי תשלומי דיבידנד). יתר על כן, האנליסטים מתמקדים ביחסים הרלוונטיים ביותר למדידת סיכון האשראי של החברה בהינתן מאפייניה האינדיבידואליים ומחזור העסקים שלה. כאשר אנו מעריכים את הסיכון הפיננסי של חברות הפועלות בענפים ומדינות עם סיכון נמוך יחסית, אנו נוטים להשתמש באמות מידה פחות מחמירות. לעומת זאת, כשאנו בודקים חברות הנחשבות בעינינו לתנודתיות או תנודתיות מאד, אנו עשויים לשנות את הערכת תזרימי המזומנים/המינוף לקטגוריה חלשה יותר.

עבור כל חברה, אנו מחשבים שני יחסי כושר פירעון עיקריים, FFO (funds from operations) – מקורות כספיים מפעילות) לחוב, וחוב ל-EBITDA. שני יחסים אלה משמשים כיחסים ההתחלתיים לקביעת החוסן הפיננסי של חברות. הערכה ראשונית זו עשויה אחר כך להשתנות על סמך ניתוח יחסים פיננסיים נוספים.

בנוסף לניתוח של היחסים העיקריים שתוארו לעיל ("יחסי העוגן"), אנו מביאים בחשבון גם חמישה יחסי יסודי חוב נוספים ("יחסים משלימים") שעשויים להשפיע על ההערכה שעולה מיחסי העוגן. בהתאם למסמך העוסק בגורמי האשראי המרכזיים הרלוונטיים לענף, ייתכן שנשתמש גם ביחסים משלימים נוספים, או שנתמקד באחד או יותר מבין חמשת היחסים המשלימים הסטנדרטיים על פי מאפייני הענף. שלושה מהיחסים המשלימים הסטנדרטיים הם יחסי כושר פירעון: CFO (cash from operations) – מזומן מפעילות) לחוב, FOCF (free operating cash flow - תזרימי המזומנים תפעולי פנוי) לחוב, ו-DCF (discretionary cash flow - תזרימי המזומנים חופשי) לחוב. השניים האחרים הם יחסי יסודי: [FFO + ריבית] לריבית במזומן ו-EBITDA לריבית. אם היחסים המשלימים מצביעים על הערכת פרופיל סיכון פיננסי שונה מההערכה המקדמית, אנו עשויים לשנות את הערכת הסיכון הפיננסי.

דירוג עוגן

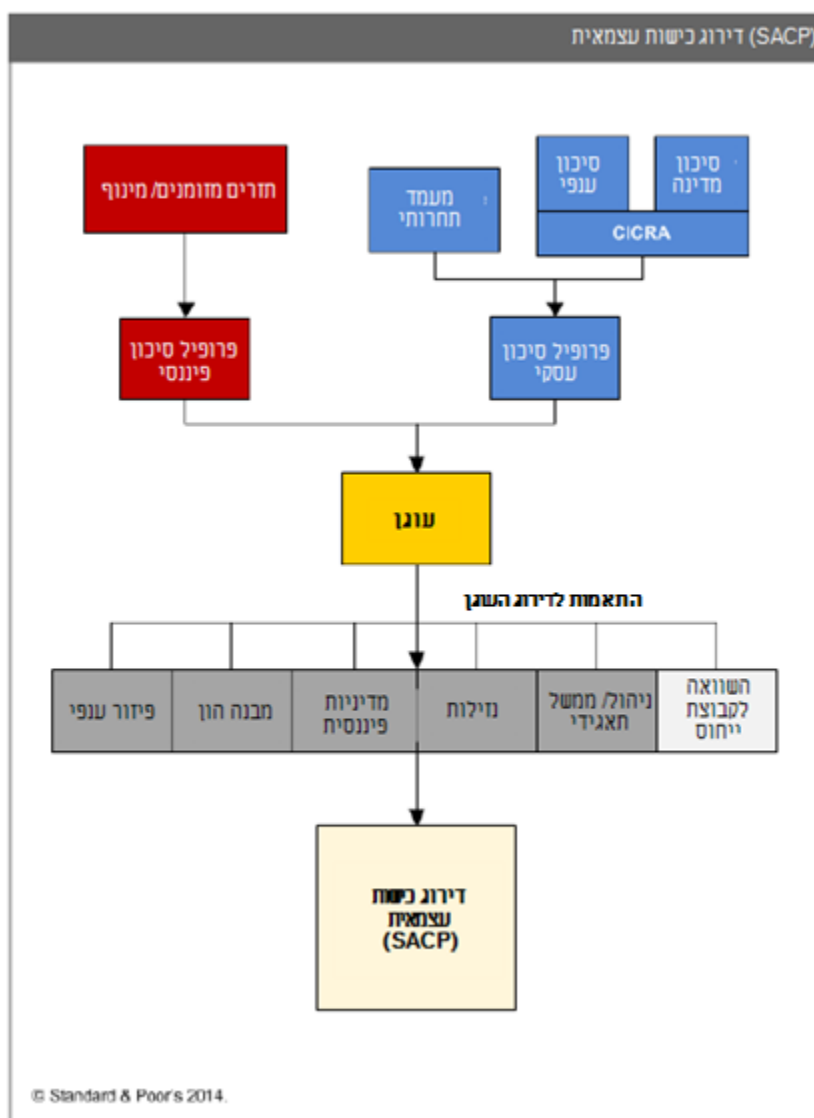


אנו משלבים את הציון של פרופיל הסיכון העסקי ושל פרופיל הסיכון הפיננסי כדי לקבוע את דירוג העוגן. פרופיל הסיכון העסקי מקבל משקל רב יותר בדירוג העוגן של מנפיק בדרגת השקעה, ואילו פרופיל הסיכון הפיננסי מקבל משקל רב יותר בדירוג העוגן של מנפיק בדרגה ספקולטיבית. דירוגי עוגן נכתבים כמו דירוגים רגילים של S&P, אך באותיות קטנות. האנליסטים של S&P משתמשים במטריצה שלהלן כדי לשלב יחדיו את הערכות פרופיל הסיכון העסקי ופרופיל הסיכון הפיננסי לכדי דירוג עוגן.

Combining The Business And Financial Risk Profiles To Determine The Anchor

Business risk profile	-Financial risk profile-					
	1 (minimal)	2 (modest)	3 (intermediate)	4 (significant)	5 (aggressive)	6 (highly leveraged)
1 (excellent)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (strong)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (satisfactory)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (fair)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (weak)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (vulnerable)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

דירוג כישות עצמאית



אחרי שנקבע דירוג העוגן, גורמי דירוג נוספים עשויים להשפיע על התוצאה. הערכתו של כל גורם עשויה להעלות או להוריד את הדירוג ברמת דירוג (נוף) אחת או יותר – או לא להשפיע עליו כלל, במקרים מסוימים. מסקנות אלו מתבטאות באמצעות הערכות ומאפיינים ספציפיים, שמהם נגזר מספר רמות הדירוג שבהן יש להעלות או להוריד את דירוג העוגן על מנת לקבוע את דירוג החברה כישות עצמאית (SACP – stand-alone credit profile). ה-SACP המתקבל נע בין 'aaa' ל-'b' (הוא עשוי להיות נמוך יותר אם החברה המנפיקה עונה על התנאים לקבלת דירוג 'CCC+', 'CCC', 'CCC-' או 'CC'). גורמי הדירוג הנוספים הם השפעת הפזור הענפי, מבנה ההון, המדיניות הכלכלית, פרופיל הנזילות, הניהול והממשל התאגידי, וההשוואה לקבוצת הייחוס.

פיזור ענפי

ניתוח השפעת הפיזור הענפי מתייחס לחברות שאנו מגדירים כקונגלומרטים. מטרתנו לגלם את השפעת הפיזור בחברה הפעילה בכמה תחומים עסקיים. בניגוד לפיזור בתוך תחום עסקי מסוים, המוערך במסגרת המעמד התחרותי, השפעת הפיזור הענפי עשויה לשנות את דירוג העוגן בהתאם לחשיבות שאנו מעריכים שיש לפיזור, ולמתאם שאנו מוצאים בין רגישותם של התחומים העסקיים השונים למחזוריים כלכליים. פיזור ענפי יכול להיות נייטרלי לדירוג או להשפיע עליו באופן חיובי, ולהעלות אותו ברמת דירוג אחת או שתיים.

מבנה ההון

הערכת מבנה ההון של החברה מגלמת סיכונים שעלולים לא לעלות בניתוח הסטנדרטי של הלימות תזרים מזומנים ומינוף. מדובר בניתוח של סיכונים שעשויים לנבוע מאי-התאמות במועדי פירעון או במטבע בין מקורות המימון של החברה לבין נכסיה או תזרים המזומנים שלה, ועלולים להיות מועצמים בשל גורמים חיצוניים כגון תנודתיות בשערי ריבית או בשערי מט"ח.

אנו מנתחים את ארבעת הגורמים הבאים:

- סיכון המטבע של החוב;
- פרופיל מועדי הפירעון (מח"מ) של החוב;
- סיכון שערי הריבית של החוב;
- השקעות.

כל אחד מהגורמים הללו עשוי להשפיע על הערכת מבנה ההון של החברה, אם כי לחלקם משקל רב יותר מלאחרים. לגורמים מדרגה ראשונה, סיכון המטבע של החוב ופרופיל מועדי הפירעון של החוב, עשויה להיות השפעה משמעותית על הערכת מבנה ההון, משום שלהערכתנו הסיכונים הטמונים בהם, בין אם לבדם ובין עם בשילוב עם תת-גורמים אחרים, הם הגדולים ביותר. הערכת מבנה ההון יכולה להעלות או להוריד את הדירוג ברמת דירוג אחת או שתיים, ולעתים אף יותר.

מדיניות פיננסית

הערכת המדיניות הפיננסית מחדדת את השקפתנו לגבי הסיכונים של החברה מעבר למסקנות הנובעות מההנחות הסטנדרטיות שבהערכת תזרים המזומנים/המינוף. הנחות אלו לא תמיד משקפות כראוי את סיכוני האירועים בטווח הקצר עד הבינוני, או את הסיכונים בטווח הארוך יותר הנובעים ממדיניות הפיננסית של החברה. בפרט, הציון שאנו נותנים בסעיף תזרים המזומנים/המינוף משקלל בדרך כלל מדדים תפעוליים ומדדי תזרים מזומנים המבוססים על הנחות תפעוליות ועל אלמנטים ניתנים לחיזוי במדיניות הפיננסית, כגון תשלומי דיבידנד רגילים או הוצאות חוזרות על רכישות. אולם במהלך התקופה, ובאופן זמן רחוק יותר, המדיניות הפיננסית של החברה עשויה לשנות את פרופיל הסיכון שלה על סמך התיאבון של ההנהלה להגדלת הסיכון הפיננסי, או, לעומת זאת, על סמך תוכניותיה להקטין את המינוף.

ההתאמה בגין הערכתנו למדיניות פיננסית היא, אם כן, מדד של ההשפעה (השלילית, החיובית או הנייטרלית) שאנו צופים שההנהלה תפעיל על פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה המנפיקה, מעבר למה שמשמע מיחסי הכיסוי הנוכחיים או מה שכבר שקללנו בתחזיות תזרים המזומנים והמינוף שלנו. השפעתו של גורם המדיניות הפיננסית נעה בין העלאה ברמת דירוג אחת לבין הורדה בשלוש רמות דירוג, מלבד במקרה של חברה בבעלות של קרנות השקעה פרטיות (private equity sponsor).

במקרה זה, הערכת המדיניות הפיננסית תגביל את פרופיל הסיכון הפיננסי לרמות מסוימות שנקבעו מראש.

נזילות

נזילות היא מרכיב חשוב של סיכון אשראי בכל רמת דירוג. בשונה מרוב גורמי הדירוג האחרים המגדירים את פרופיל הסיכון הכללי, חוסר נזילות עשוי להוביל לכשל פירעון גם בחברה שהיא בריאה מכל היבט אחר. בהתאם לכך, נזילות היא מאפיין עצמאי של החברה, הנמדד באופן אבסולוטי, ואינו מוערך בהשוואה לחברות אחרות באותו ענף או באותה קטגוריית דירוג. הניתוח הכמותי של הנזילות מתמקד בזרמים כספיים – מקורות מזומנים ושימושים במזומנים – המהווים אינדיקטורים חשובים של כרית הנזילות של החברה. בניתוח הנזילות אנו מעריכים גם את הפוטנציאל של החברה להפר התניות פיננסיות. המתודולוגיה כוללת ניתוח כמותי שמשקלל גורמים כמו היכולת לספוג אירועים קשים בעלי הסתברות נמוכה, טיב הקשרים עם בנקים, המוניטין בשוקי אשראי, ומידת הזהירות שבניהול הסיכונים הפיננסיים. הערכת נזילות "פחות מהולמת" או "חלשה" תגביל את ה-SACP לרמות מסוימות שנקבעו מראש.

ניהול וממשל תאגידי

הערכת הניהול והממשל התאגידי מקיפה תחום נרחב של פיקוח והכוונה מצד הבעלים, חברי מועצת המנהלים, המנהלים הבכירים והמנהלים התפעוליים של החברה. הכישורים האסטרטגיים, היעילות התפעולית והיכולת שלהם לנהל סיכונים מעצבים את כושר התחרות של החברה בשוק ואת פרופיל האשראי שלה. אם החברה מסוגלת לנהל סיכונים תפעוליים ואסטרטגיים משמעותיים, אזי הנהלתה ממלאת תפקיד חיובי בהצלחתה התפעולית. לעומת זאת, הנהלה חלשה שהאסטרטגיה התפעולית שלה לקויה או שאינה יכולה להוציא לפועל את התוכנית העסקית בצורה יעילה, צפויה להחליש משמעותית את פרופיל האשראי של החברה.

ניתוח הניהול והממשל התאגידי הוא אחד ההיבטים האיכותניים ביותר במתודולוגיית הדירוג שלנו, אך הוא מבוסס על ראיות. השפעת ניתוח הניהול והממשל התאגידי נעה בין העלאה ברמת דירוג אחת להורדה בשתי רמות דירוג או יותר.

השוואה לקבוצת ייחוס

השוואה לקבוצת ייחוס היא השלב האחרון לפני קביעת ה-SACP של החברה. הוא כולל סקירה הוליסטית של פרופיל סיכון האשראי של החברה כישות עצמאית, שבמהלכה אנו מעריכים את השורה התחתונה של מאפייני האשראי של החברה.

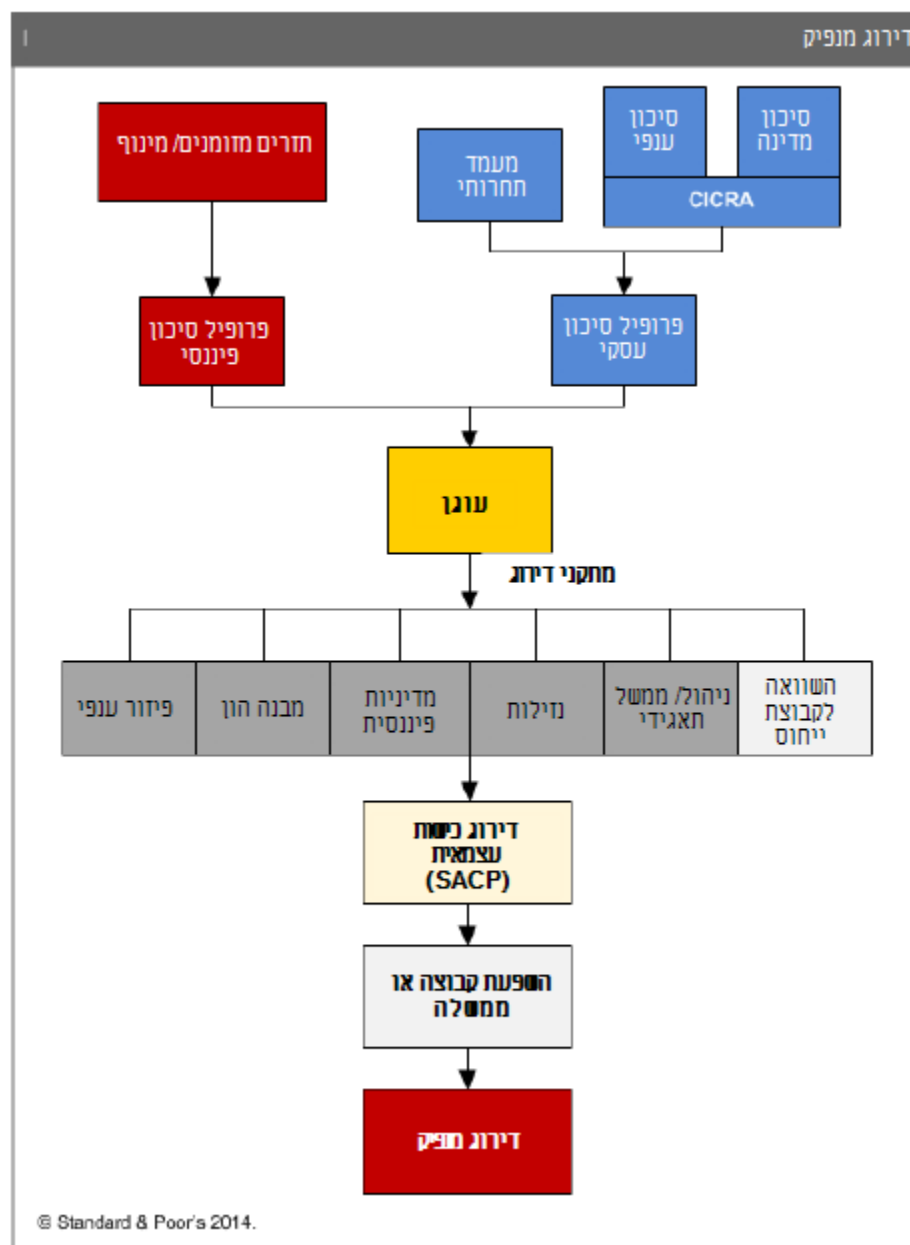
ההשוואה לקבוצת ייחוס משקפת את הצורך "ללטש" את תוצאות הדירוג, גם לאחר השימוש בכל גורמי הדירוג הנוספים האחרים. אנו רואים את הערכותינו לגבי כל אחד מהגורמים הנוספים כנקודות בתוך טווח אפשרי. כל אחת מההערכות הללו, שיחדיו יוצרות את ה-SACP, יכולה להיות בחלקו הגבוה, הנמוך או האמצעי של הטווח:

- החברה מקבלת הערכה חיובית אם אנו מאמינים שבאופן כולל, הדירוג היחסי של תת הגורמים נמצא בדרך כלל בחלקו הגבוה של הטווח;
- החברה מקבלת הערכה שלילית אם אנו מאמינים שבאופן כולל, הדירוג היחסי של תת הגורמים נמצא בדרך כלל בחלקו הנמוך של הטווח;

- החברה מקבלת הערכה ניטרלית אם אנו מאמינים שבאופן כולל, הדירוג היחסי של תת הגורמים נמצא בדרך כלל בחלקו האמצעי של הטווח.

ההשוואה לקבוצת ייחוס עשויה לגרום לנו לאשש את הערכתנו הסופית לגבי ה-SACP, או להוריד או להעלות אותו ברמת דירוג אחת.

השפעת הקבוצה או הממשלה



לסיום, מתודולוגיית דירוג קבוצות (group rating methodology) ומתודולוגיית דירוג חברות בעלות זיקה ממשלתית (government related entities) מסבירות כיצד מושפע ה-ICR של חברה שהיא חלק מקבוצה או שיש לה זיקה ממשלתית, מהסבירות של תמיכה יוצאת דופן מצד הקבוצה או הממשלה.

מתודולוגיית דירוג הקבוצות משמשת לזיהוי של חברי הקבוצה, לקביעת פרופיל האשראי של הקבוצה, להערכת מעמדה של כל חברה בתוך הקבוצה והסבירות שתקבל תמיכה, ולשילוב ה-SACP של החברות עם מסקנת התמיכה. הקריטריונים מגדירים חמש קטגוריות למעמד בקבוצה: "core", "highly strategic", "strategically important", "moderately strategic" ו-"nonstrategic". מכל קטגוריה נובעת הערכה שונה לגבי הסבירות שהחברה תקבל תמיכה מהקבוצה, וכל קטגוריה משמשת כדי לקבוע את ה-ICR הפוטנציאלי של החברה בטווח הארוך. התוצאה הסופית של ניתוח השפעת הקבוצה נעה בין השארת ה-SACP על כנו לבין השוואתו לפרופיל האשראי של הקבוצה.

הגישה היא שונה כאשר החברה מבודדת משאר הקבוצה, וכאשר יש להעריך את האינטראקציה בין תמיכה של הקבוצה ותמיכה ממשלתית. לסקירה מקיפה יותר של השפעת תמיכה חיצונית, ראו "Group Rating Methodology" מה-19 בנובמבר, 2013, ו-"Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions Ratings Above The", מה-9 בדצמבר, 2010. כמו כן, ראו "Sovereign – Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions" מה-19 בנובמבר, 2013.

דירוגים נמוכים מ-'B'

אם להערכתנו מבנה ההון של החברה המנפיקה אינו בר-קיימא או אם התחייבויותיה נמצאות כרגע בסיכון לאי-תשלום, ואם בעלת ההתחייבות תלויה בתנאים כלכליים, פיננסיים ועסקיים חייביים כדי לעמוד בהתחייבויותיה, נגדיר את ה-SACP שלה על פי מסמך המתודולוגיה "Criteria For Assigning 'CC', 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings" בנוסף, אם חברה מנפיקה נמצאת במגעים לשינוי לוח הסילוקין שלה או במו"מ על הסדר חוב (debt restructuring), אנו עשויים להשתמש במתודולוגיה המופיעה ב-"Ratings Implications Of Exchange Offers And Similar Restructurings, Update" מה-12 במאי, 2009.

יחסים פיננסיים והתאמות

ההתאמות שעושה S&P לנתונים המשמשים אותנו בחישוב יחסי הכיסוי לא רק מבטיחות יכולת השוואה בין ענפים ואזורים גיאוגרפיים, הן גם מסייעות להתאים את הנתונים המדווחים של החברה למצב הכלכלי שעומד להערכתנו בבסיסם. יתר על כן, הן מאפשרות לתאר בצורה מדויקת יותר את מצבה העסקי הנוכחי של החברה, למשל לאחר רכישות או מכירות, באמצעות התאמות פרו-פורמה.

ישנן התאמות כלליות התקפות בענפים רבים, אך חלק מההתאמות הן ספציפיות לענף. ההתאמות הכלליות מפורטות להלן, ואילו פרטיות של ההתאמות הספציפיות לענף מופיעות במאמרי הקריטריונים הרלוונטיים, שכותרתם "Key Credit Factors".

אף על פי שבהתאמות שלנו אנו מתקנים נתונים מסוימים שחברות מדווחות עליהן על פי עקרונות החשבונאות הרלוונטיים, אין זה אומר שאנו מערערים על יישום העקרונות הללו, על טיב הביקורת החשבונאית של החברה או על תהליך הדיווח הפיננסי שלה, או על נאותותן של החלטות החשבונאיות שעשתה החברה והיכולת שלהן לתאר נכונה את מצבה הפיננסי של החברה ותוצאותיה למטרות אחרות.

מטרת המתודולוגיה שלנו היא להתמודד עם הבדל בסיסי בין חשבונאות לבין ניתוח. רואה חשבון מצרף נתונים לכדי דוחות כספיים. אנליסט, בהגדרתו, מפרק את הנתונים ובוחן את ההשלכות הן של מרכיביהם והן של הסכומים הסופיים המדווחים. כמעט אף פעם אי אפשר לשכתב את הדוחות הכספיים של החברה (כך שאיננו מתיימרים ליישם בעצמנו הנהלת חשבונות דו-צידית), אך ההתאמות משפרות את הרלוונטיות והעקביות של היחסים הפיננסיים שמשמשים אותנו בניתוח.

כדי לחשב את היחסים הפיננסיים, אנחנו מבצעים לעתים התאמות בנתונים הבאים:

1. חוב וריבית, כולל
 - ריבית ודיבידנדים מצטברים,
 - עלויות הנפקת חוב,
 - חוב בשווי הוגן,
 - גידור של שווי הוגן.
 - חוב בר-המרה,
 - גידור חשיפה למט"ח של קרן החוב,
 - מדידה ראשונית של חוב;
2. התחייבויות לגריעת נכסים משימוש;
3. עלויות פיתוח מהוונות;
4. ריבית מהוונת;
5. ערבויות פיננסיות וביצועיות;
6. מכשירי הון היברידיים;
7. שיטות ניהול מלאי;
8. תביעות משפטיות;
9. תוכניות פנסיה מרובות-מעסיקים;
10. פעילות לא-תפעולית וסעיפים חד פעמיים;
11. חוזי חכירה;
12. הטבות לעובדים לאחר פרישה ותגמול נדחה;
13. היקף ההאחדה (קונסולידציה);
14. איגוח ונכיסה (פקטורינג);
15. מימון על ידי המוכר;
16. הוצאות תגמול מבוססות מניות;
17. עודפי מזומן;
18. תגמול וביטוח עצמי של עובדים.

להסבר מפורט יותר של ההתאמות שאנו עושים, ראו " Corporate Methodology: Ratios And Adjustments", שפורסם ב-19 בנובמבר, 2013.

מחקר ומתודולוגיה קשורים

- Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings, Oct. 1, 2012
- Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions, Dec. 9, 2010
- Rating Implications Of Exchange Offers And Similar Restructurings, Update, May 12, 2009

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.