

שיעורי כשל ושיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2024

דוח מיוחד | יוני 2025

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה, קצינת אשראי ראשית
avigail.k@midroog.co.il

יואב לייבוביץ, עוזר מחקר מדיניות אשראי
Yoav.L@midroog.co.il

שיעורי כשל ושיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום מימון תאגידי בין השנים 2005-2024

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להציג את שיעורי הכשל ושיעורי השיקום של איגרות החוב מתחום המימון התאגידי שדורגו על ידי מידרוג בין השנים 2005-2024 וחל בהם אירוע כשל פירעון.

הנושאים העיקריים בהם מתמקד הדוח הינם: (1) שיעורי הכשל על פני זמן ובענפים השונים; (2) ניתוח שיעורי השיקום בחתכים שונים כגון: ענף הפעילות, שנת כשל הפירעון, בטוחות שהועמדו למחזיקי איגרות החוב, סוג השיקום: הסדר או פירוק וכן מאפייני איגרות החוב כגון: מח"מ איגרות החוב ואופציית ההמרה באיגרות החוב; (3) הקשר בין שיעור השיקום ודירוג איגרות החוב. דוח זה מהווה עדכון של הדוח אשר פורסם בדצמבר 2021, אשר כלל את שיעורי השיקום של איגרות החוב בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2020. יציין כי מדגם כשלי הפירעון הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. הנתונים המובאים להלן מתייחסים למנפיקים בתחום מימון התאגידי¹. כאשר הניתוח מוצג הן ברמת איגרות החוב והן ברמת המנפיק.

בנוסף, מידרוג מרכזת ומפרסמת דוחות ביצועי דירוג הכוללים את מעברי הדירוג ומדדי דיוק הדירוג וזאת במטרה לייצר שקיפות ביחס לביצועי הדירוג.

ממצאים עיקריים

- שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% ובממוצע (חציון) כ-48% (כ-43%) 30 ימים לאחר מועד הכשל ומאופיין בשונות גבוהה יותר ככל שעובר זמן ממועד הכשל. שיעור השיקום הממוצע והחציוני יורד ככל שעובר זמן ממועד הכשל, למעט מקרים נקודתיים.
- שיעור הכשל הממוצע בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים עומד על כ-1.4%. כאשר מנטרלים את המוסדות הפיננסיים והחברות הממשלתיות, שיעור הכשל הממוצע בתחום המימון התאגידי בלבד עולה לכ-1.6%.
- היקף החוב שנכנס לכשל ירד באופן ניכר לאחר שנת 2020, אך שיעורי הכשל והשיקום נותרו יציבים וקרובים לרמות שנצפו בשנים שקדמו לכך. בנוסף, בשנה העוקבת לזעזוע משקי מסוים, כגון: מגפת הקורונה (2020) ותחילת הלחימה (2023), לא תועדו מקרי כשל חדשים. כך מקרה הכשל הראשון לאחר סוף שנת 2020 תועד בשנת 2022 ואילו לאחר פרוץ המלחמה בשנת 2023, לא נרשמו מקרי כשל בשנת 2024.
- רוב איגרות החוב שהגיעו לכשל פירעון שייכות לחברות מתחומי הנדל"ן והאחזקות. בקרב חברות נדל"ן מניב נרשמו כשלי פירעון לאורך תקופה ממושכת, החל מ-2009 ועד השנים האחרונות. חרף זאת, ענף זה בולט לטובה עם שיעור כשל נמוך מהממוצע בענף המימון התאגידי.
- קיימים הבדלים מובהקים בשיעורי כשלי הפירעון בין ענפי הפעילות השונים. למרות זאת, שיעורי השיקום בטווח הקצר לאחר הכשל נותרו יציבים יחסית ועם שונות נמוכה יחסית. יחד עם זאת, בענף חברות המימון נרשמו שיעורי שיקום גבוהים מעט באופן יחסי לענפים אחרים.
- ההשוואה בין איגרות חוב עם בטוחות לבין אלו ללא בטוחות מצביעה על השפעה ברורה של קיומה של בטוחה על שיעורי השיקום. איגרות חוב שלהן הועמדה בטוחה נהנות משיעורי שיקום גבוהים יותר, כאשר מגמה זו ניכרת גם בקרב מנפיקים שהנפיקו סדרות מסוגים שונים - הן עם בטוחות והן ללא קיומן.

¹ מידרוג מדרגת עסקאות מימון מובנה ופרויקטים שאינם נכללים בנתונים המוצגים בדוח זה.

- שיעור השיקום הגבוה ביותר הינו של איגרות חוב עם בטוחות הכוללות נכסי נדל"ן, וכן ניתן לראות כי לשיעור הכיסוי של הבטוחה ישנה השפעה חיובית על שיעורי השיקום.
- ככל שקבוצת הדירוג של איגרות החוב גבוהה יותר, כך ניכרת מגמה של שיעורי שיקום גבוהים יותר.
- ניכר כי לאורך זמן שיעור השיקום של אגרות חוב שנמצאות בהסדר גבוה משמעותית מזה של אגרות חוב הנמצאות בפירוק - גם כאשר משווים אגרות חוב ללא בטוחה שנמצאות בהסדר, אל מול אגרות חוב עם בטוחה שנמצאות בפירוק.
- בטווח הקצר לאחר מועד הכשל, איגרות חוב להמרה מציגות שיעורי שיקום דומים לאיגרות חוב שאינן להמרה. אך בטווח הארוך יותר לאחר מועד הכשל, נרשמת עלייה משמעותית בשיעור השיקום של אגרות החוב להמרה, והן מציגות שיעורי שיקום גבוהים יותר מאשר אגרות חוב רגילות.
- אגרות חוב לפדיון עד שנה מציגות שיעור שיקום גבוה משמעותית מאגרות חוב לפדיון מעל שנה במועד הכשל.

הגדרת כשל פירעון ושיעור השיקום

הגדרת כשל

להגדרת כשל הפירעון הנכם מוזמנים לעיין במסמך "סולמות הדירוג והגדרות הדירוג של מידרוג", הזמין באתר החברה.

הגדרת שיעור השיקום

שיעור השיקום הינו שיעור החוב המוחזר למשקיעים ביחס ליתרת החוב בחברות בהן חל אירוע כשל פירעון. אנו מבחינים בין 2 שיטות לחישוב שיעור השיקום של חברות בכשל פירעון:

- שיעור השיקום הסופי (Ultimate Recovery Rate) מוגדר כשווי הסדר הנושים או תקבולי הפירוק ביחס ליתרת החוב באותו המועד (להלן: "שיעור השיקום הסופי").

- שיעור השיקום הנגזר ממחיר השוק של איגרות החוב ביחס ליתרת החוב למועד החישוב.

במחקר של מודי'ס נמצא כי מחיר המסחר כ-30 יום לאחר מועד הכשל מסביר טוב יותר שינויים בשיעור השיקום הסופי מאשר מחירי המסחר במועדים מוקדמים יותר² (קרובים יותר לכשל).

במחקר נוסף של מודי'ס, נמצא כי שיעור השיקום הסופי גבוה בממוצע בטווח שנע בין 1% ל-2% ביחס לשיעור השיקום במחירי שוק³ בטווח הזמן של 30 יום לאחר מועד הכשל, וזאת כתלות בתקופת המדגם ובסוג האג"ח. כמו כן, המחקר בחן את שיעורי השיקום במשברים כלכליים ומצא כי שיעורי השיקום הנגזרים ממחירי שוק בתקופות מיתון מהווים תחזית שמרנית יותר לשיעור השיקום הסופי.

עוד יצוין כי נתונים ביחס לשיעורי השיקום הסופיים מורכבים יותר לאיסוף ולניתוח בשל היעדר מאגר שיעורי שיקום פומבי. חברות בהליך פירוק בדרך כלל מפסיקות לדווח עוד טרם הפירוק הסופי ובמקרים של הסדר חוב, הערכת שווי ההסדר מושפעת מהנחות שונות, וזאת בשונה ממחיר השוק שהינו נתון זמין ולא נדרשות הנחות כלשהן על מנת לעשות בו שימוש לאומדן שיעור השיקום.

לצורך בחינת שיעור השיקום בדוח זה נבחנו שיעורי השיקום כפי שנגזרים מנתוני המסחר.

² Trading Prices as Predictors of Ultimate Corporate Recovery Rates, 2012 Moody's.

³ On average, 30-day trading prices slightly underestimate actual default recoveries, 2019 Moody's.

נתונים

אירועי כשל פירעון

מאז תחילת פעילותה של מידרוג, בשנת 2003 ונכון לסוף שנת 2024, נספרו 32 אירועים של כשל פירעון של מנפיקים מתחום המימון התאגידי. היקף החוב המדורג של מנפיקים אלו למועד הכשל, נאמד בכ-32 מיליארד ₪. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל, 12 חודשים לפני אירוע הכשל עמד על Baa1.il. דירוגם של כ-50% מהמנפיקים בכשל פירעון היה באופק שלילי או בבחינת דירוג עם השלכות שליליות, 12 חודשים לפני מועד הכשל.

להלן מידע לגבי מנפיקים שדורגו על ידי מידרוג וסווגו בכשל פירעון מאז תחילת פעילותה:

שם המנפיק	שנת דירוג ראשוני	שנת כשל בהתאם להגדרת מידרוג	ענף פעילות	דירוג ראשוני	דירוג 12 חודשים לפני מועד הכשל
לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ	2006	2009	מסחר ושירותים	A3.il	A3.il
פרופיט תעשיות בניה בע"מ	2007	2009	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	Baa1.il
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	2005	2009	נדל"ן ובינוי	Aa2.il	Aa2.il
מלרג הנדסה וקבלות בע"מ	2008	2010	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il
אגרקסקו חברה ליצוא חלקאי בע"מ	2007	2011	מסחר ושירותים	A2.il	A2.il
אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ	2008	2011	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il
פולאר השקעות בע"מ	2007	2011	נדל"ן ובינוי	Ba1.il	A3.il
אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן	2006	2011	אחזקות	A3.il	A3.il
סאני אלקטרוניקה בע"מ	2010	2012	אחזקות	Baa2.il	Baa2.il
סקיילקס קורפוריישן בע"מ	2009	2012	אחזקות	A3.il	A3.il
Central European Estates NV	2007	2012	נדל"ן ובינוי	Ba2.il	Baa1.il
א.לוי השקעות ובנין בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il
ב.ס.ר. איחופה בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	Ba2.il	A3.il
ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ	2007	2012	אחזקות	Ba1.il	A2.il
אלביט הדמיה בע"מ	2006	2013	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	A2.il
מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ	2005	2013	אחזקות	Baa2.il	Aa3.il
לא מפורסם*	2007	2014	בתי השקעות	Baa3.il	A3.il
Mirland Development Corporation Plc	2008	2014	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	A3.il
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	2010	2015	קמעונאות	A3.il	A1.il
UrbanCorp Inc	2015	2016	נדל"ן ובינוי	A3.il	A3.il
אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ	2011**	2016	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	Baa2.il
אינטרנט גולד - קווי זהב בע"מ	2007	2019	אחזקות	A3.il	A1.il
בי קומיוניקיישנס בע"מ	2008	2019	אחזקות	A1.il	A1.il
לא מפורסם*	2019	2019	ליסינג	Baa3.il	---
קבוצת דלק בע"מ****	2009	2020	אחזקות	A2.il	A1.il
All Year Holdings Ltd.	2014	2020	נדל"ן ובינוי	A3.il	A2.il
גיבי אחזקות בע"מ	2019	2022	חברת מימון	Baa2.il	Baa2.il
לא מפורסם	2022	2022	חברת מימון	Baa3.il	Baa3.il
Delshah Capital Limited*	2015	2023	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	A3.il
Hertz Properties Group Limited	2017	2023	נדל"ן מיני	A3.il	A2.il
לא מפורסם	2021	2023	תעשייה בטחונית	A3.il	A3.il
בול מסחר והשקעות בע"מ	2021	2023	חברת מימון	Baa2.il	Baa2.il

טבלה 1. רשימת מנפיקים שאירע בהם אירוע כשל פירעון

*כשל פירעון זה שוקם במלואו.

** שנת הדירוג הראשוני לאחר הסדר החוב הראשון של החברה.

*** הדירוג הראשוני נקבע בשנת 2019.

**** הדירוג הראשוני נקבע בשנת 2022.

***** יצוין כי בהתאם להסדר החוב הכולל של המנפיק לא בוצעה הפחתת חוב בחוב המדורג והמנפיק עמד בתשלומי החוב המדורג. יחד עם זאת, על פי הגדרות מידרוג אירוע זה

נספר כאירוע כשל בשנת 2020 לצורך דוח ביצועי הדירוג וזאת בשל דרישה לפירעון מיידי של אחת מהלוואות המנפיק (אינה מדורגת).

בהתאם לדיווחי המנפיק, המנפיק הודיע למלווה כי הוא חולק על טענתו בדבר דרישת פירעון החוב וכי לא קמה לו העילה להעמדת החוב לפירעון מיידי ולדרישת המנפיק הוצא צו מניעה

זמני. המלווה מימש את הבטוחות שהועמדו לטובתו בסכום השווה ליתרת ההלוואה לאותו המועד.

עוד יצוין כי בסמיכות לאירוע זה ולאירוע כינוס אסיפות מחזיקי החוב, החוב המדורג דורג על ידי מידרוג בהתאם למתודולוגית דירוג מנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים, והוגדר

כאירוע כשל פירעון ברמת וודאות גבוהה.

ממועד פרסום הדוח המיוחד בנושא שיעורי שיקום בדצמבר 2021⁴ נוספו למסד הנתונים 7 אגרות חוב של 4 מנפיקים שונים וזאת מתוך 6 מנפיקים⁵ שסווגו בכשל פירעון בהתאם להגדרות מידרוג בשנים 2020-2024, כאשר בשנים 2021 ו-2024 לא אירעו מקרי כשלי פירעון. סך כל אגרות החוב שנכללו במסד הנתונים עומד על 90 סדרות של 26 מנפיקים שונים. בחינת שיעורי השיקום מתייחסת לטווחי זמן שונים לאחר הכשל עד 360 ימים לאחר מועד הכשל.

שיטת הערכת שיעור השיקום

מחירי השוק המשמשים בדוח זה נאספו מנתוני הבורסה בשדה "שווי שוק" ביחס לכל איגרת חוב (להלן: "שווי שוק").

יתרת החוב (להלן: "יתרת החוב") למועד שווי השוק הנבחן חושבה כדלקמן:

לכל אג"ח נבנה לוח סילוקין שכולל את רכיבי התשלום בהתאם לתנאיו, עד 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון. לכל איגרת חוב חושבה יתרת החוב למועד בחינת שיעור השיקום בהתאם לטווחים שהוגדרו (יום אחד לאחר מועד הכשל, 30 ימים לאחר מועד הכשל וכו'), לרבות הרכיבים הבאים:

- ריבית צבורה⁶
- הצמדה בהתאם לתנאי איגרת החוב
- עדכוני ריבית בהתאם לתנאי איגרת החוב כגון: ריבית פיגורים, העלאת ריבית בהתאם לתנאי איגרת החוב וכו'
- עדכונים בדבר שינויים במצבת ההון ומועדים ותשלומים של איגרת החוב בהתאם לדיווחים במערכת מא"ה ומסמכים משפטיים⁷

יתרת החוב חושבה באופן הבא:

1. באיגרות חוב ללא הצמדה (שקלי או ריבית משתנה) - יתרת הערך הנקוב לסוף יום קודם מוכפלת במקדם צבירת הריבית⁸. ביחס לאיגרות החוב בריבית משתנה שתנאיהן הוגדרו כמרווח בין אג"ח ממשלתי בריבית משתנה או ביחס לריבית לייבור. החישוב בוצע ביחס לריבית הבסיס הרלוונטית⁹.

2. באיגרות חוב צמודות (מדד מחירים לצרכן/ שער הדולר) - יתרת הערך הנקוב לסוף יום קודם ללא הצמדה מוכפלת בהצמדה (המדד היומי מחולק במדד הבסיס¹⁰) מוכפלת במקדם צבירת הריבית.

שיעור השיקום בדוח זה חושב כיחס בין שווי השוק ויתרת החוב כהגדרתם לעיל.

נתונים נוספים ששימשו לאומדן שווי בטוחות מתוארים בהמשך דוח זה בסעיפים הרלוונטיים.

⁴ "שיעורי שיקום של אגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2020", דצמבר 2021.

⁵ לשני מנפיקים לא היו איגרות חוב רשומות למסחר ובהתאם אינם נכללים במדגם.

⁶ נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח 1.

⁷ בימים לאחר מועד כשל הפירעון בהם לא התקיים מסחר, נלקח הערך המקורב ביותר למועד הדרוש.

⁸ ראה נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח 1.

⁹ יצוין כי באג"ח ממשלתית אחת אשר נפדתה לא מפורסמים נתוני הריביות שנקבעו ועל כן התשואה לפדיון של אג"ח זו נלקחה כקירוב בחישוב היומי של הריבית הצבורה. ריבית אג"ח זו משמשת כבסיס לחישוב הריבית ב-3 איגרות חוב במדגם.

¹⁰ חישוב ההצמדה לוקח בחשבון את "רצפת המדד", ככל שהוגדר בתנאי האג"ח.

תיאור נתוני השיקום

אגרות החוב שלהן הועמדו בטוחות מהוות כ-26% ממספר אגרות החוב במסד הנתונים. עיקר אגרות החוב במסד הנתונים משתייכות לענפי הנדל"ן (כ-58%), אחזקות (כ-37%), חברות מימון (כ-4%) ומסחר ושירותים (כ-1%).

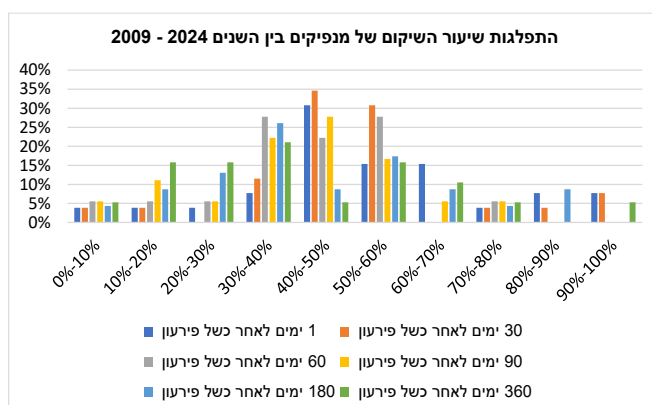
שיעורי השיקום והיקפי החוב נבחנו במספר מועדים לאחר מועד כשל הפירעון, ובכלל זה: יום אחד, 30, 60, 90, 180 ו-360 ימים לאחר מועד הכשל. שיעור השיקום הממוצע יום לאחר הכשל עומד על כ-50%, בעוד שהשיעור החציוני עומד על כ-47%, וסטיית התקן ברמת איגרות החוב הינה כ-19.5%. היקף החוב הכולל במסד הנתונים מסתכם בכ-32 מיליארד ₪, כאשר היקף החוב לאיגרת חוב בודדת בעת מועד הכשל נע בין כ-10 מיליון ₪ לבין כ-3.1 מיליארד ₪.

התפלגות השנים לקביעת הדירוג הראשוני נעה בין השנים 2005 ל-2022, התפלגות מועדי כשל הפירעון בין 2009 ל-2023, והתפלגות מועדי הפירעון הסופי המקורי בין 2009 ל-2028.

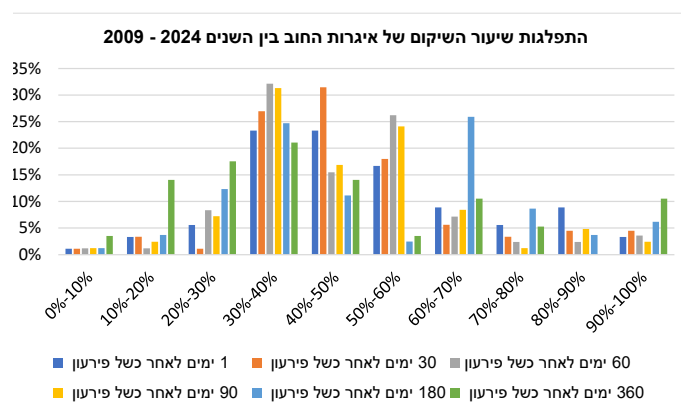
התפלגות שיעורי השיקום

שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% (חציון) כ-48% (כ-43%) 30 ימים לאחר מועד הכשל ומאופיין בשונות גבוהה יותר ככל שעובר זמן ממועד הכשל. שיעור השיקום הממוצע והחציוני יורד ככל שעובר זמן ממועד הכשל, למעט מקרים נקודתיים.

להלן תרשימי התפלגות שיעורי השיקום של איגרות החוב (תרשים 1) והמנפיקים (תרשים 2) בחלוקה לימים לאחר כשל הפירעון.



תרשים 2. התפלגות שיעור השיקום של מנפיקים



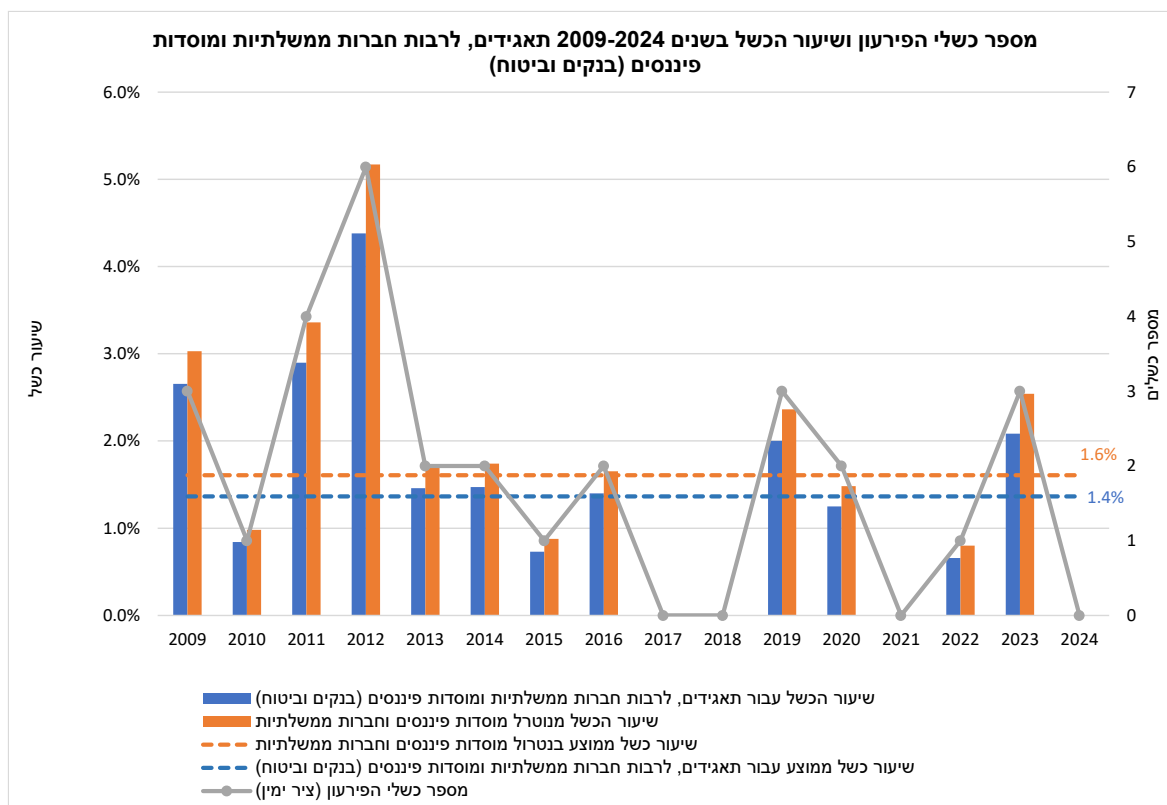
תרשים 1. התפלגות שיעור השיקום של איגרות החוב

מתוך התרשימים עולה כי עבור מרבית איגרות החוב, שיעור השיקום עד 90 ימים ממועד כשל הפירעון נע בטווח של כ-30% עד 60%. בנוסף, נמצא כי שיעורי השיקום הנמדדים 180 ו-360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון מאופיינים בפיזור רחב יותר, בהשוואה לפיזור שנצפה בטווח הזמן הקצר של עד 90 ימים ממועד הכשל.

שיעורי כשל פירעון על פני זמן

שיעור הכשל הרב-שנתי הממוצע בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים עומד על כ-1.4%. בנטרול מוסדות פיננסיים וחברות ממשלתיות, שיעור זה עולה לכ-1.6%.

בתרשים 3 מוצגים מספר כשלי הפירעון ושיעורי הכשל בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים לאורך השנים.



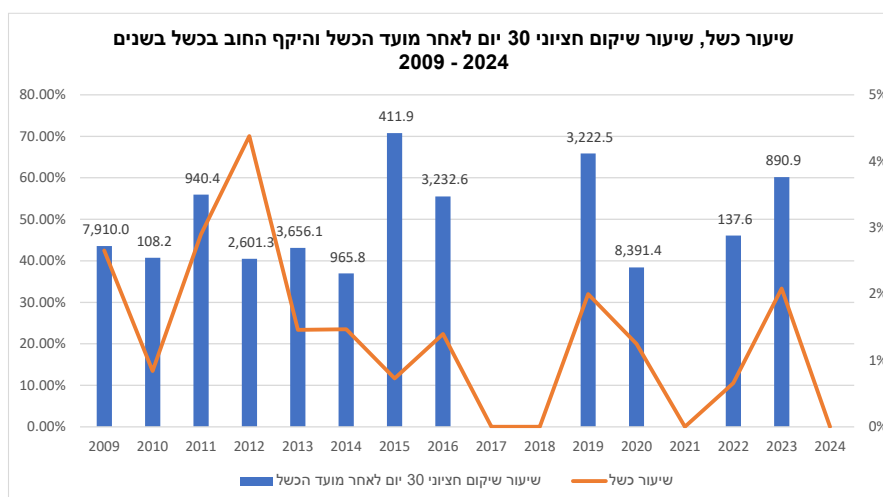
תרשים 3. שיעור כשל פירעון על פני זמן

שיעור הכשל הרב-שנתי הממוצע מחושב עבור השנים 2009-2024, כאשר הנתונים מוצגים החל משנת 2009, בעקבות אירוע כשל הפירעון הראשון שנכלל במסד הנתונים. שיעור הכשל הממוצע בתחום המימון התאגידי, לרבות חברות ממשלתיות ומוסדות פיננסיים עומד על כ-1.4%. כאשר מנטרלים את המוסדות הפיננסיים והחברות הממשלתיות, שיעור הכשל הממוצע בתחום המימון התאגידי בלבד עולה לכ-1.6%. שנת 2012 בולטת כשנה עם מספר כשלי הפירעון הגבוה ביותר בתקופה שבין השנים 2009-2024, עם שישה אירועי כשל.

שיעורי השיקום ושנת הכשל

היקפי החוב בכשל ירדו בצורה משמעותית לאחר שנת 2020, עם זאת, שיעורי הכשל והשיקום נשארו דומים לשיעורים שנצפו לפני כן. יצוין כי בשנה העוקבת שלאחר זעזוע משקי. כגון פרוץ מלחמת "חברות ברזל" (2023) ומגפת הקורונה (2020), לא נרשמו כשלי פירעון חדשים.

בתרשים 4 מוצגים שיעורי הכשל (ציר ימין), שיעורי השיקום (ציר שמאל) והיקף החוב בכשל (במיליארדי ₪) בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים לאורך השנים.



תרשים 4. שיעורי כשל, שיעורי שיקום והיקפי החוב על פני זמן (במיליוני ₪)

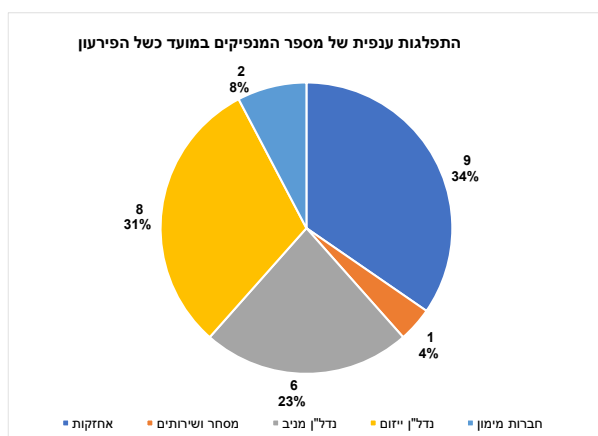
קיימת השהייה מסוימת בין פרוץ משברים לבין אירועי כשל. כך מקרה הכשל הראשון לאחר סוף שנת 2020 תועד בשנת 2022 ואילו לאחר פרוץ המלחמה בשנת 2023, לא נרשמו מקרי כשל בשנת 2024.

היקפי החוב בעת כשל פירעון ירדו באופן משמעותי לאחר שנת 2020, כאשר בשנים שלאחר מכן נרשמו היקפים נמוכים באופן ניכר בהשוואה לתקופה שקדמה לה. עם זאת, שיעורי הכשל והשיקום נותרו בטווחים דומים לאלה שנצפו בעשור שקדם לכך. מגמה זו עשויה להעיד כי אף שהיקף החשיפה הכספית לכשלי פירעון פחת, רמות הסיכון האיכותיות - קרי, הסיכוי להתרחשות כשל והשיעור הממוצע שמושב לנושים - לא השתנו באופן מהותי. ייתכן שהשיפור בניהול חוב תרמו לירידת ההיקפים, אך לא השפיעו באופן ישיר על מאפייני הסיכון הגלומים באיגרות החוב שקרסו בפועל.

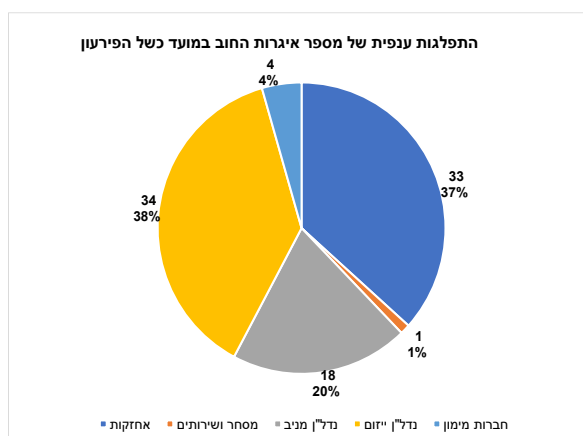
התפלגות ענפית של מנפיקים ואגרות חוב בכשל פירעון

בשנת 2022 התווספו למסד נתוני כשל הפירעון חברות מענף חברות המימון וזאת בד בבד עם עליה בגיוסי חוב באמצעות הנפקת איגרות חוב בענף זה בשנים האחרונות.

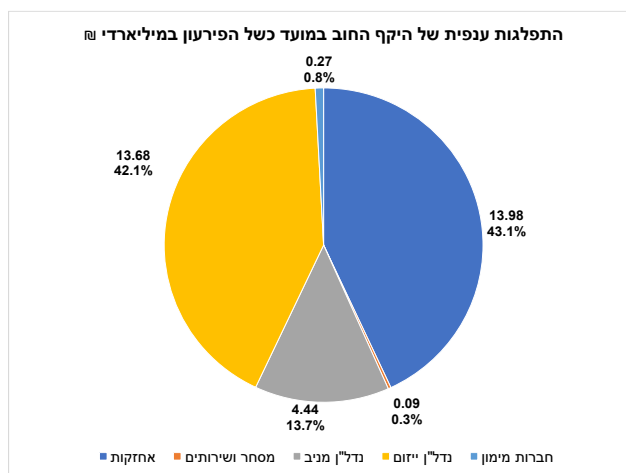
בתרשימים 5, 6 ו-7 מוצגת ההתפלגות הענפית של איגרות החוב במדגם, בהתאם למספר איגרות החוב, למספר המנפיקים ובהתאם להיקף החוב, בהתאמה.



תרשים 6. התפלגות ענפית של מנפיקים בכשל פירעון



תרשים 5. התפלגות ענפית של איגרות חוב בכשל פירעון



תרשים 7. התפלגות ענפית של היקפי החוב בכשל פירעון

מהנתונים עולה כי מרבית אירועי כשל הפירעון התרחשו בענפי הנדל"ן והאחזקות. כ-58% מהאירועים התרחשו בענף הנדל"ן, וכ-37% בענף האחזקות. בנוסף, כ-4% מאירועי הכשל נרשמו בקרב חברות מימון, וכ-1% בענפי המסחר והשירותים.

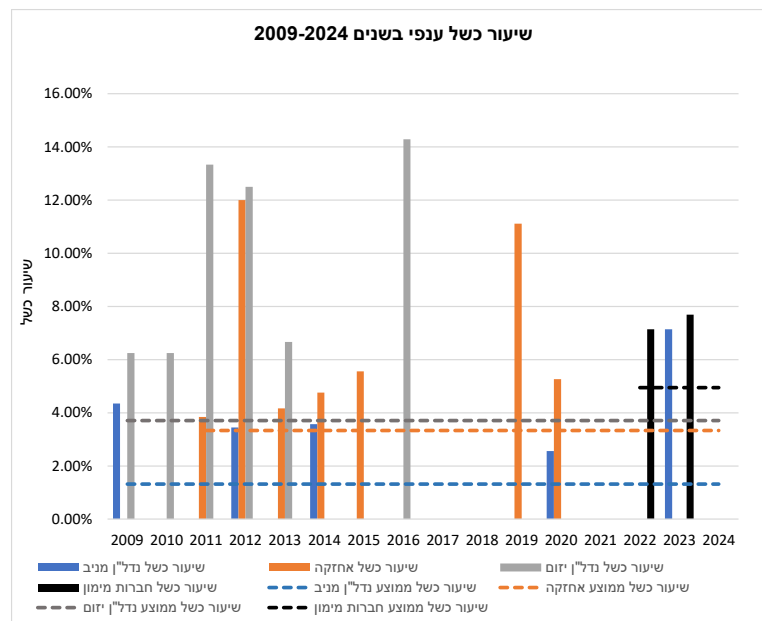
ברמת המנפיק, כ-54% מהמנפיקים שאגרות החוב שלהם הגיעו לכשל פירעון פעלו בענף הנדל"ן - בעיקר חברות בעלות רכיבים יזמיים. כ-34% מהמנפיקים היו מענף האחזקות, כ-8% מענף המימון, וכ-4% מענפי המסחר והשירותים.

היקף החוב של מנפיקי הנדל"ן (כ-56% מהחוב הכולל במועד הכשל) ושל מנפיקי האחזקות (כ-43%) משקפים יחד כ-99% מהחוב הכולל במועד כשל הפירעון. נתון זה נובע מהחוב הגבוה יחסית של חברות האחזקות במועד הכשל, ומהחוב הנמוך יחסית שאפיין את חברות המימון שנקלעו לכשל.

שיעורי כשל ענפיים על פני זמן

מרבית איגרות החוב שהגיעו לכשל פירעון משתייכות לענפי הנדל"ן והאחזקות. שיעור הכשל הממוצע הרב-שנתי בקרב חברות נדל"ן יזמי עומד על כ-3.7%, בקרב חברות אחזקה על כ-3.3%, בקרב חברות נדל"ן מניב על כ-1.3% ובחברות מימון על כ-4.95%.

תרשים 8 מציג את שיעורי כשל הפירעון בשנים 2009-2024, לפי ענפי פעילות:



תרשים 8. שיעור כשל פירעון בתתי ענפים נבחרים

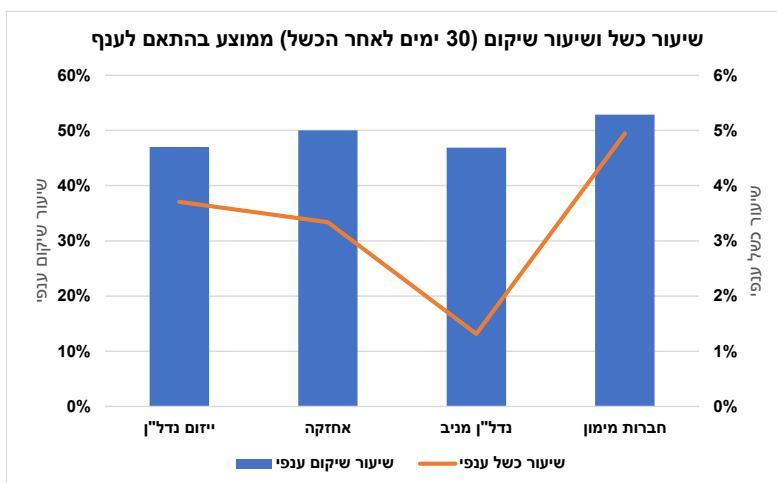
* שיעור הכשל הענפי הממוצע חושב החל מהשנה הראשונה בה אירע כשל פירעון בכל ענף.

מהתרשים עולה כי מרבית אירועי הכשל התרחשו בקרב מנפיקים מענפי האחזקות, נדל"ן יזמי ונדל"ן מניב. שיעור הכשל הענפי לשנה קלנדרית מחושב כיחס בין סך מספר הכשלים בענף מסוים לבין סך המנפיקים באותו ענף. שיעורי הכשל הממוצעים חושבו לתקופה שהחל מהכשל הראשון ועד סוף שנת 2024. כך למשל: עבור חברות הנדל"ן המניב הממוצע הינו לשנים 2009-2024 (כ-1.3%) ואילו עבור חברות המימון הממוצע הינו לשנים 2022-2024 (כ-4.95%). בהקשר זה יצוין כי כמות החברות המדורגות בענף המימון הייתה נמוכה יחסית עד שנת 2021. הכשלים הראשונים בענף **חברות המימון** התרחשו בשנת 2022, ואירעו תוך זמן כשל קצר יחסית ממועד גיוס החוב, בהשוואה לענפים אחרים. עבור חברות המימון, שיעור הכשל הממוצע בתקופה 2017-2024 עמד על כ-1.85%. נתון זה עשוי לשמש כנקודת ייחוס נוספת להבנת מאפייני הסיכון בענף, בתקופה שלפני 2017 פעלו בשוק מספר מצומצם יחסית של מנפיקים מדורגים. שיעורי הכשל בשנה יחידה בענף **הנדל"ן היזמי** הם מהגבוהים ביותר שנרשמו. עם זאת, מאז שנת 2016 לא תועדו כשלי פירעון בענף זה. בממוצע שיעור הכשל בענף הינו כ-3.7%. בענף **האחזקות**, הכשל הראשון התרחש בשנת 2011, והאחרון נרשם בשנת 2020 ושיעור הכשל הינו גבוהה יחסית ועומד על כ-3.3% בממוצע. בענף **הנדל"ן המניב** נרשמו כשלי פירעון החל משנת 2009, כאשר האחרונים שבהם התרחשו בשנת 2023. ענף זה, הוא היחיד שבו שיעור הכשל הממוצע הרב-שנתי (כ-1.3%) נמוך משיעור הכשל הרב-שנתי הממוצע הכולל בתחום המימון התאגידי, העומד על כ-1.4%.

האם שיעור הכשל ושיעור השיקום תלוי בענף?

קיימים הבדלים ניכרים בשיעור כשלי הפירעון כתלות בענף הפעילות של המנפיק. יחד עם זאת, נראה כי אין תלות דומה ביחס לשיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון.

בתרשים 9 להלן מוצגים שיעורי הכשל ושיעורי השיקום לענפים בהם אירעו מרבית כשלי הפירעון.



תרשים 9. שיעור כשל ושיעור שיקום (30 ימים לאחר הכשל) ממוצע בהתאם לענף

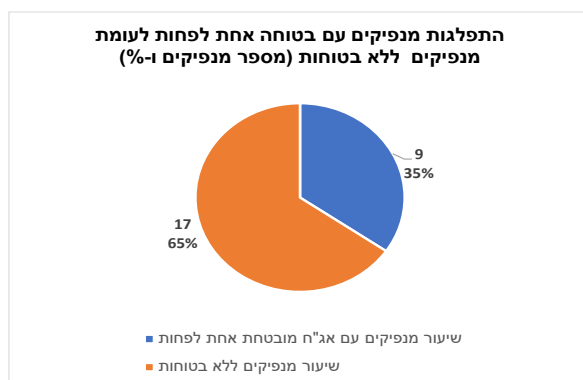
מתרשים 9 עולה כי קיימים פערים משמעותיים בשיעור כשלי הפירעון לפי ענף הפעילות של המנפיק. עם זאת, שיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון נע בטווח דומה יחסית של 47%-53%, כאשר בענף חברות המימון נרשם שיעור השיקום הגבוה ביותר. באשר לשיעור כשלי הפירעון הממוצע בענף חברות המימון, נזכיר כי הוא מחושב החל משנת 2022, בעוד שבענפי הנדל"ן והאחזקות הוא מחושב החל משנת 2009 ו-2011, בהתאמה. לאור זאת, שיעור הכשל הגבוה בענף המימון עלול לשקף גם את אופק המדידה הקצר ואת מספר החברות המצומצם במדגם.

חוב עם בטוחות לעומת חוב ללא בטוחות

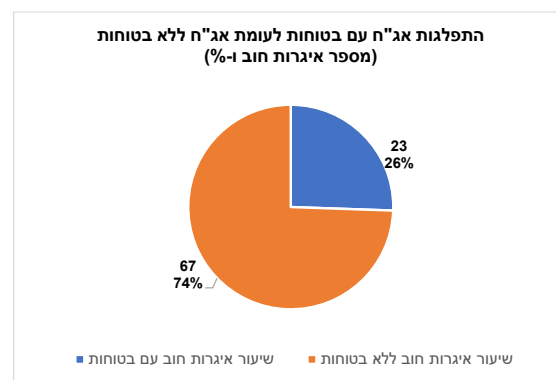
כ-25% מהיקף החוב במסד הנתונים במועד כשל הפירעון מגיע מאיגרות חוב שלהן הועמדה בטוחה לטובת המחזיקים. בנוסף, כ-33% מהיקף החוב השתייך למנפיקים שהנפיקו לפחות איגרת חוב אחת עם בטוחה. עם זאת, שיעורם של מנפיקים אלה מתוך כלל המנפיקים במדגם עמד על כ-35%, ושיעור האג"ח המובטחות מתוך כלל האיגרות עמד על כ-26%.

מסד הנתונים כולל 23 איגרות חוב עם בטוחות מתוך סך של 90 איגרות חוב. במונחי מנפיקים, במסד הנתונים 9 מנפיקים להם לפחות סדרת אג"ח אחת עם בטוחה מתוך סך של 26 מנפיקים.

בתרשים 10 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב במדגם לפי קיומה של בטוחה, ובתרשים 11 מוצגת התפלגות המנפיקים במדגם, בחלוקה בין מנפיקים שהנפיקו לפחות אג"ח אחת עם בטוחה לבין מנפיקים שכלל איגרות החוב שהנפיקו הן ללא בטוחות.

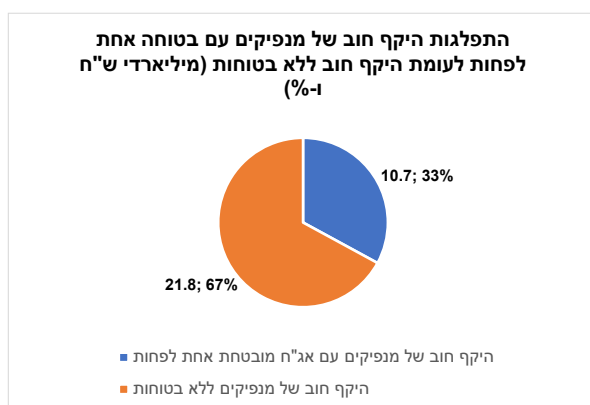


תרשים 11. התפלגות מנפיקים עם בטוחות לעומת מנפיקים ללא בטוחות

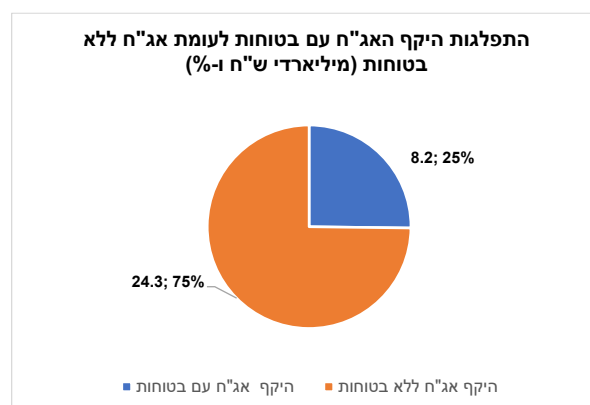


תרשים 10. התפלגות אג"ח עם בטוחות לעומת אג"ח ללא בטוחות

בתרשים 12 להלן מוצגת התפלגות היקף איגרות החוב עם בטוחות לעומת איגרות החוב ללא בטוחות. בתרשים 13 מוצגת התפלגות היקף החוב של מנפיקים שלהם לפחות אג"ח אחת עם בטוחה, בהשוואה להיקף החוב של מנפיקים שכלל איגרות החוב שלהם אינן מובטחות.

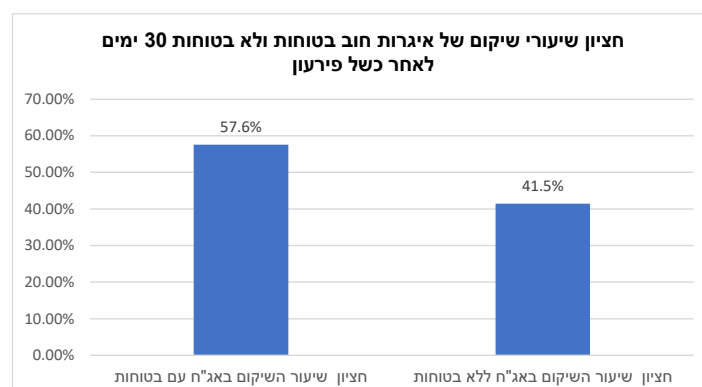


תרשים 13. התפלגות היקף חוב של מנפיקים עם בטוחה אחת לפחות לעומת היקף חוב של מנפיקים ללא בטוחות



תרשים 12. התפלגות היקף אג"ח עם בטוחות לעומת היקף אג"ח ללא בטוחות

בתרשים 14 להלן מוצג שיעור השיקום החציוני של אג"ח עם בטוחות ואג"ח ללא בטוחות.



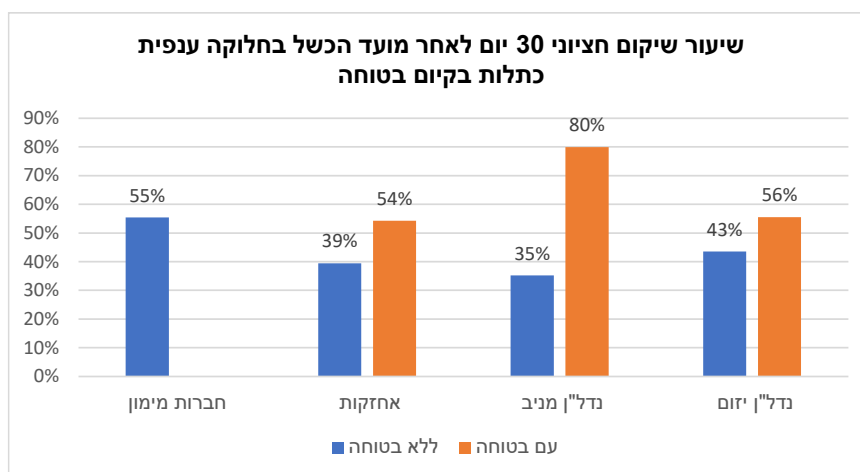
תרשים 14. שיעור שיקום אג"ח עם בטוחות לעומת אג"ח ללא בטוחות

מתרשים 14 ניתן להסיק באופן מובהק כי קיומן של בטוחות משפיע על שיעור השיקום של איגרות החוב. כך, שיעור השיקום החציוני לאחר 30 ימים עבור איגרות חוב ללא בטוחות עומד על כ-41.5%, בעוד שאיגרות חוב שלהן הועמדה בטוחה מתאפיינות בשיעור שיקום חציוני גבוה משמעותית, של כ-57.6%. מגמה זו באה לידי ביטוי גם בקרב מנפיקים שהנפיקו הן סדרות מובטחות והן סדרות בלתי מובטחות.

שיעורי השיקום בענפים השונים כתלות בקיום בטוחה

בעוד שאין שוני מהותי בין שיעורי השיקום החציוניים כתלות בענף, לקיום הבטוחה השפעה ניכרת על שיעורי השיקום בענפים השונים. בענף הנדל"ן המניב ההבדל בין שיעור השיקום החציוני של איגרות חוב עם בטוחה לעומת ללא בטוחה, 30 ימים לאחר הכשל, הינו המשמעותי ביותר.

בתרשים 15 מוצג שיעור השיקום החציוני 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי ענף הפעילות וכתלות בקיום בטוחה וזאת ברמת איגרות החוב.



תרשים 15. שיעורי שיקום חציוניים ברמת אגרות החוב בחלוקה ענפית כתלות בקיום בטוחה

מתרשים 15 עולה כי בכל אחד מהענפים, שיעור השיקום החציוני גבוה באופן משמעותי כאשר מדובר בסדרות אג"ח שלהן הועמדה בטוחה. מגמה זו נכונה לגבי ארבעת הענפים שנבדקו¹¹. כך, בענף יזום הנדל"ן שיעור השיקום החציוני של סדרות ללא בטוחה עמד על כ-43%, לעומת כ-56% בסדרות עם בטוחה. בענף הנדל"ן המניב הפער בולט אף יותר, עם שיעור שיקום חציוני של כ-35% ללא בטוחה לעומת כ-80% עם בטוחה. בענף האחזקות, שיעור השיקום החציוני בסדרות ללא בטוחה עמד על כ-39%, לעומת כ-54% בסדרות עם בטוחה.

כאמור, בענף חברות המימון לא קיימות במדגם תצפיות של סדרות אג"ח שלהן הועמדה בטוחה. עם זאת, שיעור השיקום החציוני של סדרות אלו עמד על כ-55%.

¹¹ ענף המסחר והשירותים לא נבחן בשל תצפית בודדת בענף.

שיעורי השיקום של חוב עם בטוחות בהתאם למאפייני הבטוחה

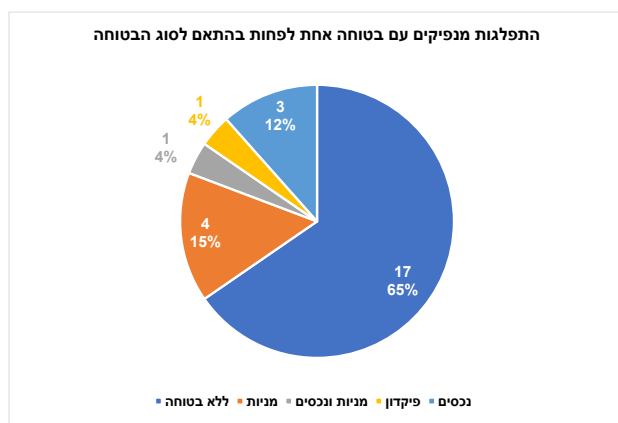
סוגי בטוחות

לצורך בחינת השפעות מאפייני הבטוחה על שיעור השיקום סווגו הבטוחות ל-4 סוגים:

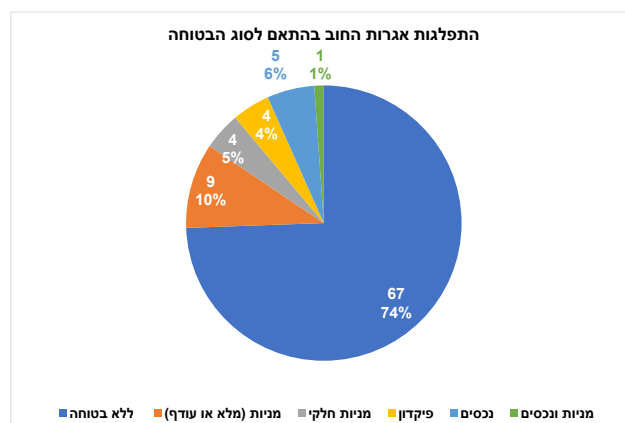
- מניות - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי 100% מהחוב, לפחות.
- מניות חלקי - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי הנמוך מהיקף החוב.
- נכסים - נכסי נדל"ן.
- פיקדון.

בתרשים 16 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב במדגם בהתאם לסוג הבטוחה. כאמור, מתוך 90 איגרות חוב שנבחנו במדגם, ל-23 מהן שועבדה בטוחה. בתרשים 17 מוצגת התפלגות סוגי הבטוחה ברמת המנפיק, כאשר מנפיקים שלהם לפחות סדרת אג"ח אחת עם בטוחה נספרו כמנפיקים עם בטוחה (סה"כ 9 מנפיקים)¹².

למרבית איגרות החוב (כ-74%) ולמרבית המנפיקים (כ-65%) במדגם לא נרשמה בטוחה. שיעור איגרות החוב שלהן הועמדה בטוחה מסוג נכסי נדל"ן עומד על כ-6%, ושיעור המנפיקים עם בטוחה מסוג זה - כ-12%.



תרשים 17. התפלגות מנפיקים (עם סדרת חוב מובטחת אחת לפחות) לפי סוג הבטוחה



תרשים 16. התפלגות איגרות החוב לפי סוג הבטוחה

מתרשים 16 עולה כי רוב איגרות החוב במדגם הונפקו ללא בטוחה. מבין איגרות החוב שלהן הועמדה בטוחה, סוג הבטוחה השכיח ביותר הוא מניות (9 איגרות חוב), כאשר ב-6 מאגרות החוב במדגם ניתן שעבוד על נכסי נדל"ן. כמו כן, לבטוחות מסוג "מניות חלקי" ו"פיקדון" משקל זהה במדגם - 4 איגרות חוב בכל אחד מהסיווגים.

מתרשים 17 עולה כי מתוך 9 מנפיקים במדגם שלפחות אחת מאיגרות החוב שלהם כוללת בטוחה, ל-4 מנפיקים (כ-15%) נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות", ולמנפיק אחד נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות ונכסים" וכן מסוג "פיקדון".

ממועד פרסום דוח שיעורי השיקום הקודם, נכללו במדגם שתי איגרות חוב מגובות נכסים, שהציגו שיעורי שיקום גבוהים ביחס לשאר איגרות החוב במדגם.

¹² למנפיק אחד במדגם נכללו שתי סדרות אשר לטובת המחזיקים באחת הסדרות הועמדו בטוחות מסוג נכסים ובסדרה השנייה בטוחות מסוג מניות ונכסים, בתרשים 16 סווג כבטוחה מסוג "מניות ונכסים". כמו כן, יצוין כי לצורך הצגת הנתונים בתרשים 17 ברמת המנפיק סיווג "מניות חלקי" אחד עם "מניות".

שיעורי כיסוי הבטוחה ושיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון

שיעור השיקום הגבוה ביותר הינו של איגרות חוב עם בטוחות הכוללות נכסי נדל"ן וכן ניתן לראות כי לשיעור הכיסוי של הבטוחה ישנה השפעה חיובית על שיעורי השיקום.

בנוסף לבחינת סוג הבטוחות אשר הועמדו לטובת מחזיקי איגרות החוב במדגם כמתואר לעיל, נבחנו מאפייני הבטוחה בהיבט שיעור כיסוי הבטוחה ביחס להיקף החוב, והשפעת שיעור הכיסוי על שיעור השיקום של איגרות החוב. שיעור הכיסוי הוגדר כיחס שבין שווי הבטוחה לבין היקף החוב במועד כשל הפירעון. כאשר שווי הבטוחה נבחן כדלקמן: בבטוחות מסוג מניות כשווי השוק של המניות למועד כשל הפירעון, בבטוחות מסוג נכסים שווי הנכס הוערך בהתאם להערכת השווי המוצגת במסמכי האג"ח ובתשקיף ובפיקדון בהתאם להיקף הפיקדון המפורט בתשקיף האג"ח. בטבלה 2 להלן¹³ מוצגים שיעורי כיסוי הבטוחה במועד כשל הפירעון כהגדרתם לעיל ושיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד 16 כשל הפירעון לפי סוג הבטוחה.

כיסוי בטוחה ממוצע במועד הכשל בהתאם לסוגי בטוחות					
שיעור שיקום 30 ימים לאחר מועד כשל					
סוג בטוחה	כיסוי בטוחה ממוצע	כיסוי בטוחה מקסימלי	כיסוי בטוחה מינימלי	מספר איגרות חוב	הפירעון
נכסים	125%	132%	115%	5	80%
מניות	63%	143%	30%	9	57%
פיקדון	44%	92%	21%	4	54%
מניות חלקי	28%	33%	23%	4	56%
מניות ונכסים	NR	NR	NR	1	83%
כל סוגי הבטוחות	65%	143%	21%	23	66%

טבלה 2. שיעור כיסוי הבטוחה ושיעור השיקום באיגרות החוב

מהנתונים בטבלה 2 עולה כי בטוחות הכוללות נכסים מציגות את שיעור השיקום הגבוה ביותר מבין כלל סוגי הבטוחות. כמו כן, ניכרת מגמה שלפיה קיים קשר בין שיעור הכיסוי של הבטוחה לבין רמת השיקום בפועל. עם זאת, כאשר מדובר בבטוחות מסוג מניות, התמונה מורכבת יותר¹⁴ - הפערים בין שיעורי השיקום רחבים יחסית, ולעיתים גם בטוחות עם שיעורי כיסוי גבוהים אינן מתורגמות לשיעורי שיקום בהתאם.

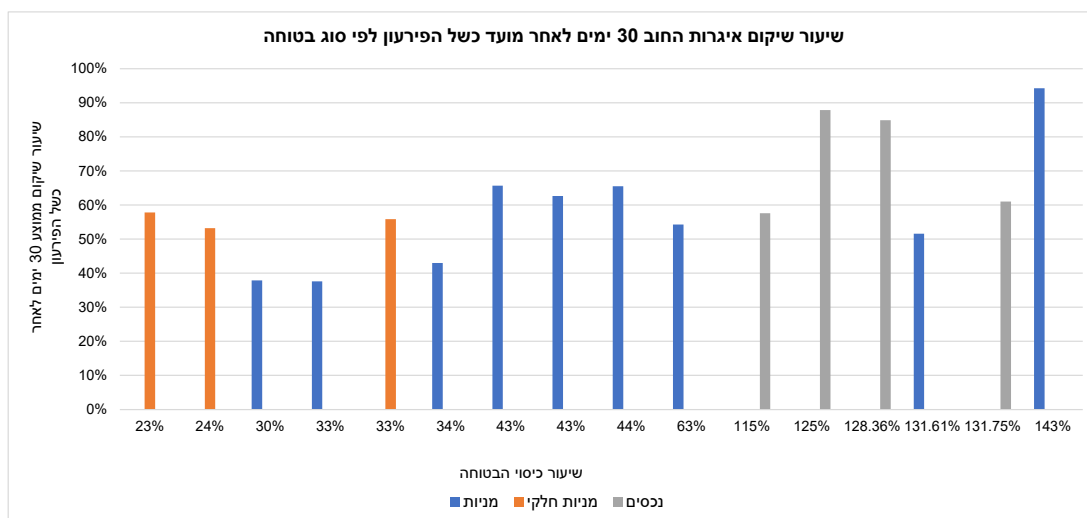
הבדלים אלו נובעים ככל הנראה מאופי התנודתיות של שוק המניות - בשונה מבטוחות מסוג נכסים, מחירי המניות נוטים להידרדר במקביל להידרדרות של איגרות החוב, ובפרט במצבי כשל רוחביים בקבוצת חברות. בהיעדר מנגנוני השלמת בטוחות ובהתחשב בתנודתיות הטבעית של שוק ההון, נרשמה שונות גבוהה בשיעורי השיקום, אם כי עדיין ניכרת עדיפות ברורה בשיעורי השיקום של אג"ח עם בטוחות מסוג מניות לעומת אג"ח ללא בטוחות כלל.

בתרשים 18 מוצגת התפלגות שיעורי כיסוי הבטוחה ושיעורי השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון בהתאם לסוג הבטוחה. סוגי הבטוחה "פיקדון" ו"מניות ונכסים" לא מוצגים בתרשים בשל מיעוט תצפיות¹⁵.

¹³ שיעורי הכיסוי הבטוחה מסוג "מניות ונכסים" מסומן בטבלה כ-NR, שכן בגין איגרת חוב זו שועבדו מניות שאינן סחירות וכן נכסים, כאשר נראה כי מרבית הבטוחה הינה מניות ולכן לא חושב יחס הכיסוי עבורה.

¹⁴ המניות ששועבדו לטובת המחזיקים באיגרות החוב שבמדגם היו של חברות הקשורות למנפיק.

¹⁵ שיעור השיקום (שיעור הכיסוי) של כל אחד מסוגי הבטוחות שלא נכללו בתרשים: שיעור השיקום של אג"ח מגובות בשעבוד "מניות ונכסים" הינו 83.2%. שיעור כיסוי הבטוחה לא מחושב שכן המניות אינן סחירות. אג"ח מגובות בשעבוד "פיקדון" הינן של מנפיק אחד ולא נכללו בתרשים, שיעורי השיקום הממוצע של אג"ח מגובות בשעבוד "פיקדון" כ-53.7% ושיעור כיסוי הבטוחה למועד כשל הפירעון הינו כ-43.4%.



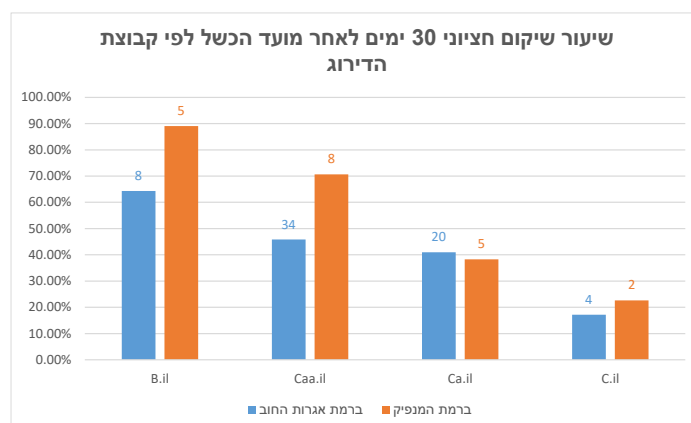
תרשים 18. התפלגות שיעורי כיסוי הבטוחה ביום הכשל בהתאם לשיעור שיקום 30 ימים לאחר מועד הכשל.

בפילוח לפי סוג הבטוחה ברמת אגרות החוב.

שיעורי כשל, שיעורי שיקום ודירוג

שיעורי השיקום החציוניים גבוהים יותר ככל שקבוצת הדירוג גבוהה יותר, הן ברמת המנפיק והן ברמת איגרות החוב.

בתרשים 19 מוצגים שיעורי השיקום החציוניים, 30 ימים לאחר מועד הכשל ברמת איגרות החוב וברמת המנפיק (המספרים לצד העמודות מציינים את מספר איגרות החוב או מספר המנפיקים, בהתאם):



תרשים 19. שיעור השיקום החציוני 30 ימים לאחר מועד הכשל. בפילוח לפי קבוצת הדירוג.

לצורך בחינת הקשר בין הדירוג לבין שיעורי השיקום, נבחן שיעור השיקום החציוני 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, בהשוואה לדירוג הקיים למועד זה וזאת ככל שלאגרות החוב קיים דירוג המשקף בחינה של שיעור השיקום הצפוי, בהתאם למתודולוגית דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון. המדגם כלל כ-66 איגרות חוב וכ-16 מנפיקים. כאשר לשלושה מנפיקים קיימים דירוגים שונים לסדרות שונות, בהתאם למבנה השעבודים לכל איגרת חוב.

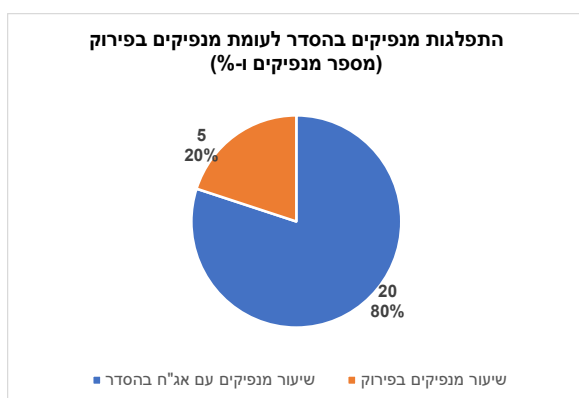
מתרשים 19 עולה כי קיים קשר חיובי בין רמת הדירוג של איגרת החוב או המנפיק לבין שיעור השיקום - ככל שרמת הדירוג גבוהה יותר, כך שיעור השיקום של איגרות החוב גבוה יותר. קבוצת הדירוג הנפוצה ביותר במדגם זה היא Caa.il, הכוללת כ-34 סדרות. קבוצת הדירוג Ca.il כוללת כ-20 סדרות, B.il כוללת כ-8 סדרות, ואילו C.il כוללת כ-4 סדרות בלבד.

מאפיינים נוספים של שיעורי שיקום

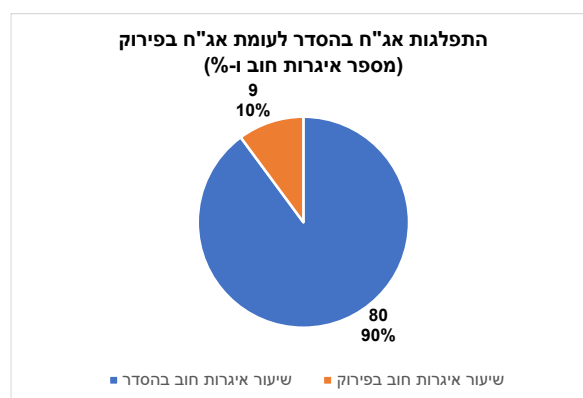
חוב בהסדר לעומת חוב בפירוק

מרבית איגרות החוב אשר הגיעו לכשל פירעון השלימו או פועלות להשלמת הסדר חוב, כאשר כ-90% מאגרות החוב הנכנסות לכשל פועלות בכיוון זה. כ-80% מהמנפיקים במדגם הובילו את אגרות החוב שלהם להסדר, והיקף החוב המדורג הנמצא בתהליך הסדר מהווה כ-96% מסך היקף החוב בכשל פירעון.

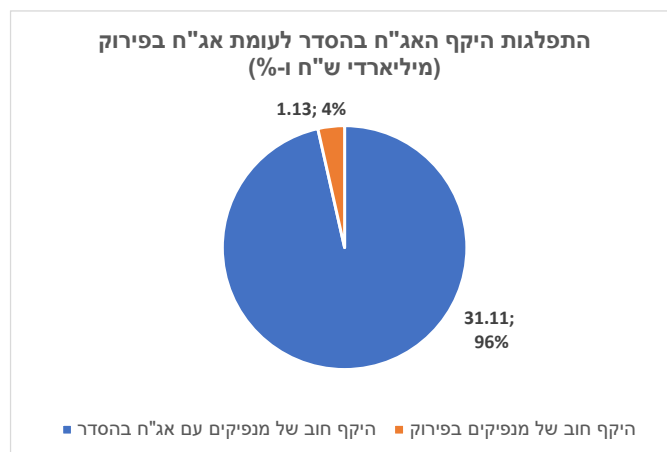
בתרשימים 20, 21 ו-22 מוצגות התפלגויות המדגם ברמת איגרות החוב, המנפיקים והיקף החוב בהתאמה, תוך חלוקה לפי הסדר ופירוק.



תרשים 21. התפלגות מנפיקים בהסדר לעומת מנפיקים בפירוק



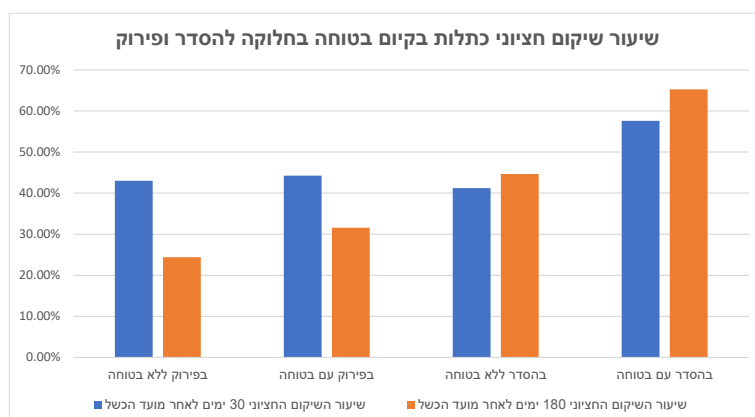
תרשים 20. התפלגות אג"ח בהסדר לעומת אג"ח בפירוק



תרשים 22. התפלגות היקף החוב בהסדר לעומת בפירוק

מתוך 90 איגרות חוב במדגם, כ-80 הגיעו להסדר, לעומת 9 בלבד שהגיעו לפירוק וסדרה אחת שנפרעה במלואה כמספר חודשים לאחר מועד הכשל ללא הסדר או פירוק. בהתאם למגמות בשווקי ההון הגלובליים, שיעור ההסדרים נמצא בעלייה, בעוד ששיעור הפירוקים יורד. מגמה זו נובעת בעיקר משיעור השיקום הגבוה יותר שניתן להשיג באמצעות הסדר, בהשוואה לפירוק. התובנות מתוך תרשימים אלו מחזקות את המסקנות מדוח שיעורי השיקום הקודם, כאשר נכון למועד פרסום הדוח, לא נוספו למסד הנתונים אגרות חוב נוספות בכשל אשר עברו לפירוק.

בתרשים הבא מוצגים שיעורי השיקום החציוניים ברמת אגרות החוב בפילוח להסדר ופירוק כתלות בקיום בטוחה:



תרשים 23. שיעור שיקום חציוני 30 ימים ו-180 ימים לאחר מועד הכשל בחלוקה להסדר ופירוק

כתלות בקיום בטוחה, ברמת אגרות החוב

מהתרשים עולה כי גם בטווח הקצר וגם בטווח הארוך יותר, לקיומה של בטוחה קיימת השפעה חיובית על שיעור השיקום. בנוסף, ניכר כי לאורך זמן שיעור השיקום של אגרות חוב שנמצאות בהסדר גבוה משמעותית מזה של אגרות חוב הנמצאות בפירוק - גם כאשר משווים אגרות חוב ללא בטוחה שנמצאות בהסדר, אל מול אגרות חוב עם בטוחה שנמצאות בפירוק.

לאחר 30 ימים, שיעורי השיקום עומדים על כ-57.59% לאגרות חוב בהסדר עם בטוחה, וכ-41.23% לאגרות חוב בהסדר ללא בטוחה. לשם השוואה, שיעור השיקום עבור אגרות חוב בפירוק עומד על כ-44.25% (עם בטוחה) וכ-42.99% (ללא בטוחה). נתונים אלו תואמים את המגמות הגלובליות, לפיהן שיעורי השיקום של אגרות חוב בהסדר גבוהים מאלה של אגרות חוב בפירוק.

מנתוני Moody's¹⁶ לשנים 2020-2024 עולה כי ברמה הבין-לאומית - בחובות בכירים ללא בטוחה, שיעור השיקום הסופי הממוצע עומד על כ-49% במסגרת הסדר, לעומת כ-25% בפירוק. בחובות בכירים עם בטוחה, הנתון גבוה יותר, כ-65% בהסדר לעומת כ-41% בפירוק.

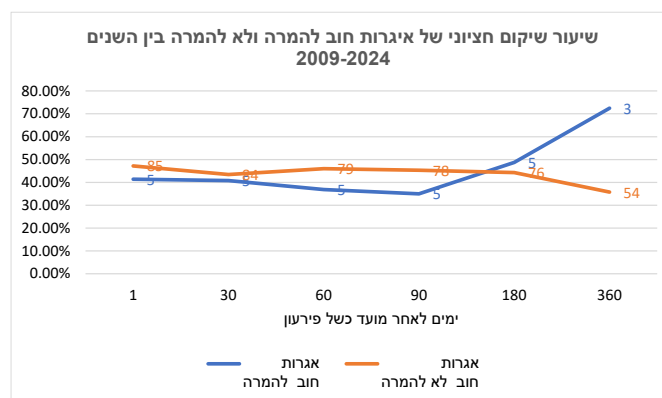
פערים אלו ממחישים את היתרון המשמעותי שבהגעה להסדר חוב לעומת הליך פירוק, ומהווים חיזוק נוסף לדפוסים שנצפו גם במדגם המקומי. ממצאים אלו מדגישים את חשיבות בחינת חלופות להסדר במצבי חדלות פירעון, לצורך מקסום ערך ההחזר לנושים.

¹⁶ Sector In-Depth: Corporate Defaults and Recoveries 2025

חוב להמרה מצד המחזיק לעומת חוב רגיל

שיעורי השיקום החציוניים של אגרות חוב לא להמרה גבוהים במעט מאלו של אגרות החוב להמרה בטווח הזמן הקצר והבינוני לאחר מועד הכשל. עם זאת, בטווח הארוך נרשמת עלייה משמעותית בשיעור השיקום של אגרות החוב להמרה, והן מציגות שיעורי שיקום גבוהים אף יותר מאשר אגרות חוב רגילות.

בתרשים 24 להלן, מוצגים שיעורי השיקום החציוניים של אגרות חוב להמרה בהשוואה לאגרות חוב שאינן להמרה לטווחי זמן שונים לאחר מועד כשל הפרעון:



תרשים 24. שיעורי השיקום החציוניים של אגרות חוב להמרה בהשוואה לאגרות חוב שאינן להמרה

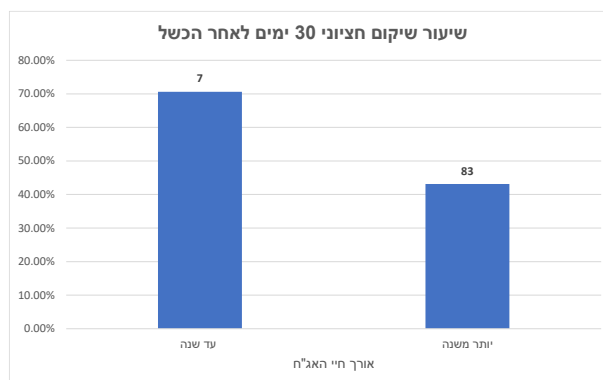
לאורך רוב התקופה, שיעורי השיקום החציוניים של אגרות החוב **שלא להמרה**, המהוות את החלק העיקרי במסד הנתונים, נעים בין כ-43% לכ-47%, ורק לאחר 360 ימים ממועד הכשל נרשמת ירידה לכ-35%. מנגד, שיעורי השיקום החציוניים של אגרות החוב **להמרה** נעים בין כ-35% לכ-41% עד 90 ימים לאחר מועד הכשל, כאשר לאחר 180 ימים, שיעור השיקום החציוני עולה לכ-49%, ולאחר 360 ימים הוא עולה בצורה משמעותית לכ-72%.

אגרות חוב להמרה מקנות לבעלי האג"ח את האפשרות להמיר את החוב למניות של החברה במקרה של כשל פרעון. עם זאת, כפי שהוצג בטבלה 2, גם באג"ח המגובות בשעבוד על מניות, המניות אינן מבטיחות את אגרות החוב בצורה הטובה ביותר מפני שמחירי המניות נוטים להתדרדר ביחד עם מחירי אגרות החוב שבכשל, ולכן אגרות חוב להמרה אינן מפגינות שיעורי שיקום גבוהים, בהשוואה לאגרות חוב שאינן להמרה, בטווח הקצר. אך בטווח הארוך, האפשרות להמיר את החוב למניות מקלה על ביצוע הסדרים, ומאפשרת לבעלי האג"ח להפיק תועלת משמעותית מהסדרים כאלה, דבר שמוביל לרוב לשיעורי שיקום גבוהים.

אורך חיי האג"ח ושיעור השיקום

אגרות חוב לפדיון עד שנה מתאפיינות בשיעור שיקום חציוני גבוה יותר בצורה משמעותית מאגרות חוב לפדיון מעל שנה במועד הכשל. לאחר 30 ימים, שיעור השיקום של אגרות החוב לפדיון עד שנה עומד על כ-71%, לעומת כ-43% בלבד עבור אגרות חוב לפדיון מעל שנה.

בתרשים 25 מוצגים שיעורי השיקום החציוניים 30 ימים לאחר מועד הכשל, בחלוקה לאגרות חוב שמועד הפדיון הסופי שלהן הוא עד שנה ממועד הכשל בהשוואה לאגרות חוב שמועד הפדיון הסופי שלהן הוא מעל שנה.



תרשים 25. שיעורי השיקום החציוניים 30 ימים לאחר מועד הכשל של אג"ח לפדיון עד שנה בהשוואה לאג"ח לפדיון מעל שנה

ככלל, ככל שמח"מ החוב ארוך יותר, המשקיע צפוי לדרוש תשואה גבוהה יותר לפדיון. עם זאת, כאשר מדובר בכשל פירעון, העדפת הנושים אינה משחקת תפקיד, ושיעורי השיקום צפויים להיות פחות תלויים במועד הפדיון או במח"מ החוב - זאת מלבד אגרות החוב לפדיון פחות משנה, המפגינות שיעורי שיקום גבוהים יחסית. עבור אגרות חוב עם מח"מ ארוך יותר משנה, שיעורי השיקום אינם מקושרים לאורך חיי החוב.

דוחות קשורים

- [לסיכום ביצועי הדירוגים לשנים 2009-2024, הנכם מוזמנים לאתר מידרוג](#)
- [שיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2020](#)
- [לסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 24.06.2025

נספח 1 - נוסחה לחישוב מקדם צבירת הריבית היומית

אחד בתוספת ריבית נקובה במונחים שנתיים, כל אלו בחזקת סך ימי הצבירה החולקים בסך ימי התקופה.

$$\text{מקדם צבירת הריבית} = \left(1 + \frac{r}{n}\right)^{\left(\frac{T}{N}\right)}$$

כאשר:

ז- הינה ריבית נקובה במונחים שנתיים

ת- הינו מספר תשלומי הריבית בשנה

T- מספר ימי צבירת הריבית בתוך התקופה לפי מספר הימים בפועל

N - מספר הימים בתקופה תשלום, כאשר¹⁷:

לתשלום רבעוני - 90 ימים

לתשלום חצי שנתי - 180 ימים

לתשלום שנתי - 360 ימים

לדוגמא: אג"ח שקלית נושאת ריבית שנתי בשיעור של 6.15% , משולמת בתשלומים חצי שנתיים.

$$\text{מקדם צבירת הריבית בתוך תקופת הריבית} = \left(1 + \frac{6.15\%}{2}\right)^{\left(\frac{T}{180}\right)}$$

¹⁷ N מהווה אומדן ונעשה שימוש בהגדרת הימים כאמור לעיל לשם נוחות, עשויות להיות הטיות מזעריות בחישוב כתוצאה משימוש בהגדרה זו בשונה מהגדרת N כמספר הימים בפועל בכל תקופת תשלום.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.