



סיכום פעילות 2010 -
מימון תאגידיים ומוסדות פיננסיים
דוח מיוחד אפריל 2011

1

אנשי קשר:

פבל יופה

pavel@midroog.co.il

ראש צוות

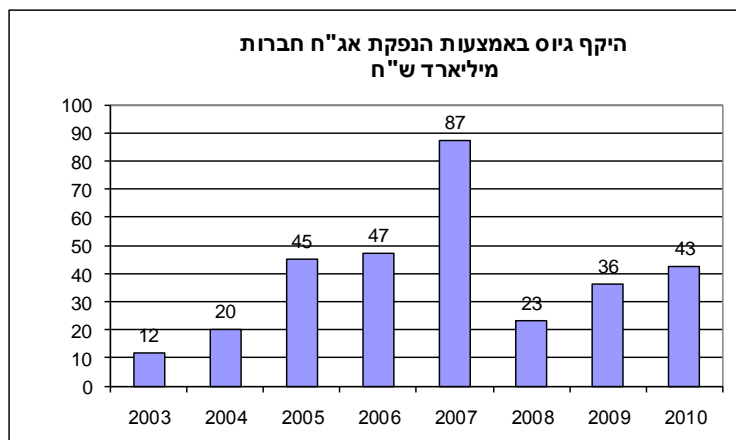
אביטל בר-דיין

bardayan@midroog.co.il

סמנכ"ל בכירה

מבוא

בשנת 2010 נמשכה מגמת ההתאוששות בהיקף גיוס החוב באמצעות הנפקת אג"ח קונצרני, זאת לאחר שפל שאפיין את שנת 2008 ואת המחצית הראשונה של שנת 2009. עפ"י נתונים שנאספו בחברת מידרוג מתחילת שנת 2010 גויס סך של כ- 43 מיליארד ₪, לעומת סך של 36 מיליארד ₪ בשנת 2009. הגיוס בשנת 2010 נותר רחוק מהיקף השיא שנרשם בשנת 2007, ערב המשבר הכלכלי ואשר עמד על כ- 87 מיליארד ש"ח. סקטור הבנקאות המשיך לבלוט כמגייס משמעותי בעיקר של כתבי התחייבות נדחים, לאחר שבמהלך שנת 2010 נעצרו גיוסי הבנקים באמצעות הנפקות מכשירים מורכבים. מספר גורמים הניעו את שוק החוב ובהם ניתן למנות את המצב המקרו כלכלי הנוח יחסית, שאפיין את המשק הישראלי ובכלל זה הצמיחה החיובית, ירידה בשיעור האבטלה, גידול בהכנסות המדינה ממיסים ועליית המדד המשולב. לנתוני מאקרו חיוביים אלו הצטרפו תוצאות המעידות על שיפור בריווחיות החברות.



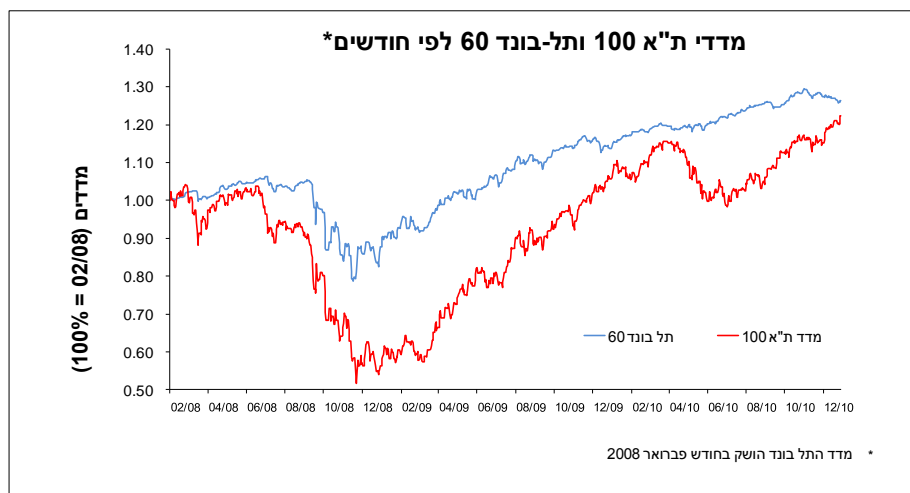
בשנת 2010 נרשמו תשואות חיוביות בשוק ההון בישראל, אם כי מתונות יחסית לשנת 2009, בה נרשמו עליות שערים חדות בשערי המניות ואג"ח, בעיקר כתיקון לירידות השערים החריפות שנרשמו בחודשים האחרונים של שנת 2008.

לאווירה הכללית החיובית תרמו תגליות הגז ושדרוג ישראל לקבוצת השווקים המפותחים ע"י MSCI, שנכנס לתוקף ב- 26.5.2010. שדרוג זה השפיע על פעילות משקיעי החוץ בישראל

כך שב- 26.5.2010, היום בו נכנס לתוקף השדרוג, נרשם בבורסה בתל-אביב מחזור שיא בהיקף של כ- 16.4 מיליארד ₪.

בסיכום שנת 2010 עלה מדד התל בונד 60¹ בכ- 11% תוך צמצום נוסף בפרמיית הסיכון בין אג"ח הממשלתיות לאג"ח חברות אשר הושפעה מרמת הנדל"ת גבוהה בשוק ההון הישראלי, מחסור באלטרנטיבות השקעה, ירידה חדה בגיוסי הממשלה והתיצבות בסיכוני האשראי של לווים.

בעוד שבשנת 2009 המנפיקים אופיינו בפרופיל אשראי גבוה מהמוצע הכללי וכללו בעיקר בנקים, חברות האחזקה מובילות במשק, לצד ירידה בחלקן של חברות הנדל"ן, הרי שבשנת 2010 המנפיקים אופיינו בפרופיל עסקי ובסיכון אשראי מגוונים ומשקל המנפיקות הפועלות בתחום הנדל"ן עלה. נציין כי כ- 15% מסך התמורה שגויסה התבססה על הנפקת אג"ח לא מדורג או בדירוג הנמוך מקבוצת ה-A כאשר לחלק מהסדרות שהונפקו הועמדו בטחונות או נקבעו התניות פיננסיות. אלו אמורים לפצות את המשקיעים בתרחיש של התדרדרות בסיכון האשראי. פרופיל מנפיקי הנדל"ן בשנת 2010 כלל את מגוון סוגי החברות בהיבט גודל והיקפי פעילות, מאפייני הפעילות העסקית, לרבות ייזום ואחזקה בנכסים ולחלקן הטיה מובהקת אל מחוץ לישראל.

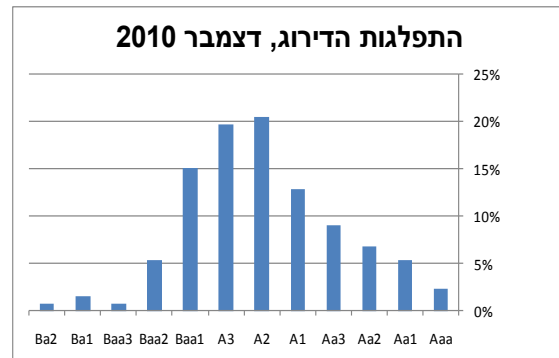
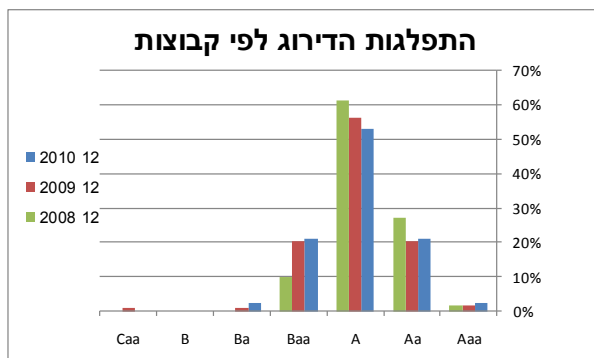


¹ תל בונד 60 – מדד המורכב משישים אגרות החוב בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה כאשר המדד משוקלל לפי שווי השוק של האג"ח השונים. בנוסף, על מנת להיכנס למדד נבחרים פרמטרים נוספים לגבי אגרות החוב כגון סחירות ודירוג.

התפלגות הדירוג

הנתונים כוללים מעל 130 מנפיקים הפועלים בתחומים מגוונים לרבות חברות תעשייה, מסחר ושירותים, חברות נדל"ן, בנקאות, ביטוח, בתי השקעות, תשתיות, רשויות מקומיות ועוד.² בחינת התפלגות הדירוג (מכאן ואילך במונחי מנפיקים) לשנת 2010 מצביעה על נוכחות משמעותית למנפיקים המדרגים בטווח דירוג A2 - Baa1, 55% מכלל המנפיקים. כ-53% מסך המנפיקים המדרגים בטווח דירוג של A2 - Baa1 כוללים חברות הפועלות בתחומים של תעשייה, מסחר ושירותים וחברות אחזקה, 34% חברות נדל"ן והיתרה חברות אחזקה במוסדות פיננסיים ובתי השקעות.

בבחינת התפתחות הדירוג של מנפיקים עפ"י קבוצות דירוג בשנים 2008-2010 עולה כי שיעור המנפיקים המדרגים בקבוצת ה-Baa הכפיל עצמו ועלה משיעור של כ-10% בשנת 2008 לשיעור של 20% בשנת 2010. שיעור המנפיקים המדרגים בקבוצת ה-A ירד מ-61% בסוף שנת 2008 ל-53% בסוף שנת 2010 ושיעור המנפיקים המדרגים בקבוצת ה-Aa ירד מ-27% בסוף שנת 2008 ל-21% בסוף שנת 2010. מהתפלגות הדירוג נגרעו מנפיקים אשר הגיעו לכשל פירעון.³

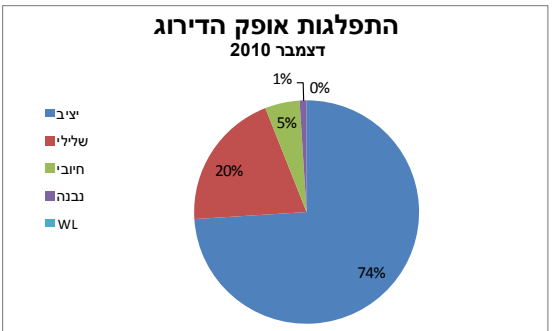
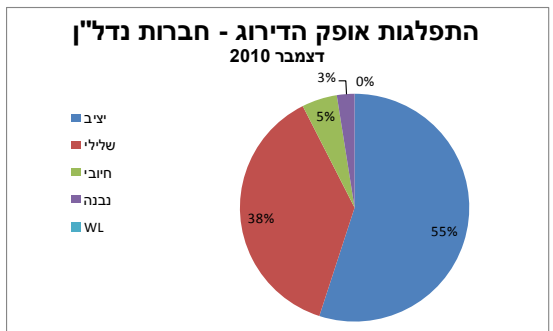


² הנתונים אינם כוללים עסקאות של מימון מובנה ודירוג תעודות סל.

³ מידע לגבי הגדרות מידרוג לכשל פירעון ראה בדוח מיוחד הגדרות כשל פירעון בדירוג תאגידים, פברואר 2009

אופק הדירוג כאינדיקטור מנבא

מידרוג עוקבת באופן שוטף אחר התפתחות סיכוני האשראי של המנפיקים המדורגים על ידה, ואשר נגרמים משינויים פנימיים, אירועים אקסוגניים ו/או שילוב בין השניים. במסגרת המעקב מציבה מידרוג אופק דירוג אשר הינו אינדיקטור, המשקף את הערכת מידרוג לגבי כיוון התפתחות הדירוג לתקופה של 12-18 חודשים קדימה. תוצר המעקב יכול לכלול אי שינוי בדירוג ובאופק הדירוג, שינוי באופק הדירוג, שינוי בדירוג ושינוי בדירוג ובאופק הדירוג. עפ"י נתוני סוף שנת 2010 ל- 74% מכלל המנפיקים, המדורגים במידרוג, הוצב אופק יציב, לעומת 54% בסוף שנת 2009. ל- 20% מכלל המנפיקים הוצב אופק שלילי, המבטא את הערכת מידרוג להתפתחות שלילית באיכות האשראי בטווח הקצר והבינוני, זאת לעומת 39% בסוף שנת 2009. נתונים אלו מעידים על התייצבות מסוימת בסיכוני האשראי של המנפיקים. ל- 5% מכלל הדירוגים מוצב אופק דירוג חיובי, לעומת 2% אשתקד, המבטא את הערכת מידרוג להתפתחות חיוביות וירידה בסיכוני האשראי בטווח הקצר והבינוני. למנפיקים מתחום הנדל"ן נוכחות משמעותית בשוק המימון החוץ בנקאי וחשיפתן למשבר הכלכלי העולמי היתה גבוהה יחסית. שיעור האופק השלילי לחברות הנדל"ן, גבוה בסוף שנת 2010 בהשוואה לכלל המנפיקים ועומד על 38%, אולם נמוך משיעור האופק השלילי לחברות הנדל"ן בדצמבר 2009, אשר עמד על 63%.



אירועי כשל פירעון

במהלך שנת הגיעה מנפיקה אחת, שדורגה ע"י מידרוג, לכשל פרעון. במהלך שנת 2009 3 מנפיקות שדורגו ע"י מידרוג לא עמדו בהתחייבויות החוזיות כלפי מחזיקי החוב. להלן מידע לגבי מנפיקים המדורגים ע"י מידרוג ואשר הגיעו לכשל פירעון מאז תחילת פעילותה של מידרוג כמדרגת סיכוני אשראי בישראל:

ענף	סיבה להגדרת כשל פרעון	דירוג ראשוני	מועד מתן דירוג ראשוני	היקף חוב ציבורי מיליוני ₪	שנת כשל פרעון	
נדל"ן - ביצוע	הסדר חוב, אי עמידה בתשלומי חוב	A3	אוקטובר 2008	92	2010	מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ
נדל"ן	הסדר חוב, אי עמידה בתשלומי חוב	Baa1	יוני 2007	205	2009	פרופיט חברה לבנין בע"מ
שירותים	כינוס נכסים	A3	דצמבר 2006	120	2009	לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ
נדל"ן	הסדר חוב	Aa2	אפריל 2005	7,000	2009	אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

מטריצות מעבר

מידרוג מרכזת את שינויי הדירוג (מטריצות מעבר - migration tables) כחלק ממדיניות שמירת השקיפות כלפי המשקיעים. להערכת מידרוג, הצגת מטריצות המעבר עשויה לסייע למשקיעים בניהול סיכוני האשראי ובקבלת החלטות השקעה. העמקת המשבר העולמי הוביל לעליה בסיכוני האשראי של המנפיקים, אשר באה לידי ביטוי בשיעורי נדידה גבוהים יחסית בדירוג של מנפיקים בשנת 2008-2009, לעומת השנים 2004-2007, כפי שמוצג בטבלאות הנדידה שלהלן, כאשר שנת 2010 התאפיינה בהתייצבות מסוימת.

מתודולוגיה לחישוב מטריצות המעבר

מידרוג מרכזת מידע על שינויי דירוג על פני השנים 2004-2010 על בסיס מאגר של מעל 130 מנפיקים, אשר נצבר בהדרגה בשנות הפעילות. כל מנפיק נכלל במדגם עפ"י מספר השנים בהן דורג. לדוגמא, מנפיק שדורג משנת 2004 ועד לשנת 2010 נספר במדגם 6 פעמים. במדגם נלקח לכל שנה קלנדרית הדירוג האחרון של המנפיק. במידה והדירוג השתנה מספר פעמים במהלך שנה בודדת יצטרף למדגם רק שינוי האחרון, שינוי המייצג חתך של סוף השנה הקלנדרית.

לכל אחד מהמנפיקים הוצב במסד הנתונים דירוג Issuer (יכולת פירעון כוללת). במקרים בהם לא קיים דירוג Issuer למנפיק בוצע אומדן לדירוג ה-Issuer על בסיס הדירוג הקיים למכשירי החוב המדורגים של המנפיק. לגבי הבנקים, הנתונים במטריצות המעבר כוללים את דירוג הפיקדונות ואגרות חוב ואינם כוללים דירוג מכשירי חוב אחרים.

להמחשה, משמעות הנתונים המופיעים בטבלאות הנדידה היא כי ההסתברות שדירוג של מנפיק, אשר דורג למשל בדירוג Aa3 בתחילת שנה, יוותר ללא שינוי בסופה, הוא 74%, ההסתברות שהדירוג יעלה ל-Aa2 עומדת על 2%, ההסתברות שהדירוג ירד ל-A1 עומדת על 16% וההסתברות, שהדירוג ירד ל-A2 עומדת על 5% וכן הלאה.

עמודת ה-WR מייצגת את המנפיקים, אשר הופסק המעקב אחר הדירוג. הנסיבות השכיחות הינן השלמת פירעון כל סדרות החוב המדורגות או בקשת לקוח מחברת הדירוג להפסיק לדרג את התחייבויותיו. מקרים בהם הגוף המדורג מבקש מחברת מידרוג להפסיק את הדירוג על רקע חוסר יכולת לעמוד בפירעון התחייבויות, נמדדו כאירוע של כשל פירעון ומצוינים בעמודת PD. יש לציין, כי המדגם הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות.



דו"ח מספר: C010411000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.