

שיעורי כשל ושיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2020

דוח מיוחד | דצמבר 2021

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוגים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג 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

אביאור דגן, אנליסט
avior.dagan@midroog.co.il

שיעורי כשל ושיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום מימון תאגידי בין השנים 2005-2020

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להציג את שיעורי הכשל ושיעורי השיקום של איגרות החוב מתחום המימון התאגידי שדורגו על ידי מידרוג בין השנים 2005-2020 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 בינואר 2019 ומתייחס לשיעורי השיקום של איגרות החוב בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2017. יצוין 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 הכשל בממוצע רב שנתי במימון תאגידי ומוסדות פיננסיים הינו כ-1.6%, בנטרול מוסדות פיננסיים כ-1.8%.
- מרבית איגרות החוב בכשל פירעון הינן בענפי הנדל"ן והאחזקות. שיעור הכשל בממוצע רב שנתי בחברות יזום נדל"ן עומד על כ-4.9%, בחברות אחזקה כ-3.9% וכ-1.2% בחברות נדל"ן מניב.
- שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% ובממוצע (חציון) כ-47% (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.
- שיעורי השיקום של איגרות חוב בסמוך לאירוע של משבר כלכלי נמוך ביחס לשיעור השיקום של איגרות חוב בשנים אשר לא היו בסמיכות למשברים כלכליים.
- שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב עם בטוחות גבוה בכל נקודת זמן ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב ללא בטוחות. שיעור השיקום הממוצע והחציוני לאיגרות חוב עם בטוחה, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, גבוה בכ-15% ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני לאגרות חוב ללא בטוחה.
- בעוד שאין שוני מהותי בין שיעורי השיקום כתלות בענף, לקיום הבטוחה השפעה ניכרת על שיעורי השיקום בענפים השונים. בענף הנדל"ן המניב ההבדל בין שיעור השיקום בממוצע 30 ימים לאחר הכשל של אגרות חוב עם בטוחה לעומת ללא בטוחה הוא המשמעותי ביותר.
- 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.
- הדירוג של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון הינו גבוה יותר לאיגרות חוב עם שיעורי שיקום ממוצעים וחציוניים גבוהים יותר לאותו מועד.

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

- שיעורי השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בהסדר גבוהים בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בפירוק, החל מ-60 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, והפער הולך וגדל עם הזמן. שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-47% (כ-38%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 360 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-17% (כ-18%).
- לאיגרות חוב אשר כוללות אופציה להמרה למניות מצד המשקיע, שיעור שיקום ממוצע גבוה יותר בכל נקודת זמן לאחר מועד כשל הפירעון.
- קיימת שונות גבוהה של שיעורי השיקום כתלות במועד הפדיון המקורי של איגרות החוב במועד כשל הפירעון, יחד עם זאת, לאיגרות חוב בעלות טווח לפדיון של עד שנה שיעורי שיקום גבוהים יותר במרבית נקודות הזמן הנבחנות לאחר מועד הכשל.

הגדרת כשל פירעון ושיעור השיקום

הגדרת כשל פירעון

מידרוג מתייחסת למספר אירועים המהווים כשל פירעון חוב, ההגדרה המלאה של כשל פירעון מובאת בנספח 1 בדוח זה.

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 מודיס 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 מודיס, 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 לדצמבר 2020, נספרו 26 אירועים של כשל פירעון של מנפיקים מתחום המימון התאגידי. היקף החוב המדורג של מנפיקים אלו למועד הכשל, נאמד בכ-31 מיליארד ש. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל, 12 חודשים לפני אירוע הכשל עמד על Baa1.il. דירוגם של כ-58% 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 התאם להגדרת מידרוג	שנת כשל		דירוג 12 חודשים לפני מועד הכשל
			ענף פעילות	דירוג ראשוני	
לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ	2006	2009	מסחר ושירותים	A3.il	A3.il
פחפיט 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 וקבלנות בע"מ	2008	2010	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	Baa2.il
אגרוסקו 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	Baa2.il
פולאר השקעות בע"מ	2007	2011	נדל"ן ובינוי	Ba1.il	Ba1.il
אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן	2006	2011	אחזקות	A3.il	A3.il
סאני אלקטורניקה 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. אירופה 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 תפעולי	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

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.
 **** 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 בינואר 2019⁴ נוספו למדגם 15 אגרות חוב של 4 מנפיקים שונים וזאת מתוך 5 מנפיקים⁵ שסווגו בכשל פירעון בהתאם להגדרות מידרוג בשנים 2019-2020, כאשר בשנים 2017-2018 לא אירעו מקרי כשלי פירעון. סך כל אגרות החוב שנכללו במדגם לסוף שנת 2020 עומד על 83 סדרות של 22 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, החל ממועד התשלום הראשון של הריבית ו/או הקרן ועד 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 במא"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 הרלוונטית. יצוין כי באג"ח ממשלתי 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.

2. באיגרות חוב צמודות (מדד מחירים לצרכן/ שער הדולר) - יתרת הערך הנקוב לסוף יום קודם ללא הצמדה מוכפלת בהצמדה (המדד היומי מחולק במדד הבסיס⁹) 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 2005-2017", ינואר 2019.

⁵ למנפיק אחד לא היו איגרות חוב רשומות למסחר ובהתאם אינו נכלל במדגם.

⁶ נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח 2.

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

⁸ ראה נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח 2.

⁹ חישוב ההצמדה לוקח בחשבון את "רצפת המדד", ככל שהוגדר בתנאי האג"ח.

תיאור נתוני השיקום

אגרות החוב שהועמדו להן בטוחות מהוות כ- 25% ממספר אגרות החוב במסד הנתונים ואגרות החוב להמרה מהוות כ- 6% ממספר אגרות החוב במסד הנתונים. בנוסף, אגרות החוב מחולקות לאפיקי הצמדה: צמוד מדד (כ-69%), שקלי (כ-23%), משתנה (כ-7%), דולרי (כ-1%).

הענפים אליהם משתייכות אגרות החוב במדגם הינם נדל"ן ובינוי (כ-59% ממספר איגרות החוב), אחזקות (כ-40% ממספר איגרות החוב) ומסחר ושירותים (כ-1% ממספר איגרות החוב).

שיעורי השיקום והיקף החוב נבחנו במספר מועדים לאחר מועד כשל הפירעון ובין היתר במועדים הבאים: יום אחד, 30 ימים, 60 ימים, 90 ימים, 180 ימים, 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון.

שיעור השיקום הממוצע יום לאחר כשל הפירעון הינו כ- 49%, שיעור השיקום החציוני הינו כ- 46% וסטיית התקן ברמת אגרות החוב הינה כ- 19.2%. בנוסף, היקף החוב עומד על כ-31 מיליארד ₪. היקפי החוב לאיגרת חוב למועד כשל הפירעון נעים בין כ- 14 מיליון ₪ ל-3,120 מיליון ₪.

התפלגות השנים של קביעת הדירוג הראשוני הינה: 2005-2018, התפלגות מועדי כשל הפירעון הינה: 2009-2020, התפלגות מועדי הפירעון הסופי המקורי הינה: 2009-2028.

התפלגות שיעורי השיקום

שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% ובממוצע (חציון) כ-47% (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 תיאור שיעורי השיקום במדגם בחלוקה לימים לאחר כשל הפירעון, בטבלה 2 להלן מוצגים שיעורי השיקום ברמת איגרות החוב ובטבלה 3 מוצגים שיעורי השיקום ברמת המנפיק:

שיעורי שיקום של איגרות החוב, בחלוקה לימים לאחר כשל פרעון

ימים לאחר כשל פירעון	שיעור שיקום ממוצע	שיעור שיקום חציוני	שיעור שיקום מינימלי	שיעור שיקום מקסימלי	סטיית תקן של שיעור השיקום	מספר איגרות חוב	סה"כ היקף חוב (אלפי ₪)
1	49.27%	46.48%	8.27%	92.33%	19.2%	83	31,444,175
30	47.44%	43.27%	5.68%	94.28%	16.8%	82	31,115,781
60	45.89%	42.19%	5.85%	93.13%	16.1%	77	28,794,798
90	46.07%	43.92%	6.99%	91.83%	17.2%	76	28,935,150
180	51.35%	46.76%	6.94%	96.49%	22.3%	76	28,199,138
360	42.47%	35.34%	5.58%	98.98%	25.2%	52	12,232,949

טבלה 2. שיעורי שיקום של איגרות החוב

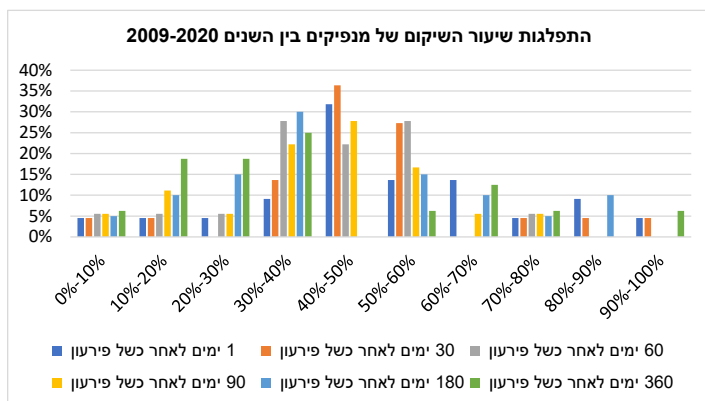
שיעורי שיקום ברמת הממוצע למנפיק, בחלוקה לימים לאחר כשל פרעון

ימים לאחר כשל פירעון	שיעור שיקום ממוצע	שיעור שיקום חציוני	שיעור שיקום מינימלי	שיעור שיקום מקסימלי	סטיית תקן של שיעור השיקום	מספר מנפיקים	סה"כ היקף חוב (אלפי ₪)
1	51.29%	49.38%	8.27%	92.33%	20.8%	22	31,444,175
30	48.32%	45.62%	5.68%	91.99%	18.8%	22	31,115,781
60	44.01%	44.75%	5.85%	90.26%	18.4%	20	28,794,798
90	43.11%	43.43%	6.99%	87.43%	20.3%	20	28,935,150
180	43.85%	38.64%	6.94%	89.04%	24.3%	20	28,199,138
360	38.08%	31.74%	5.58%	96.04%	24.9%	16	12,232,949

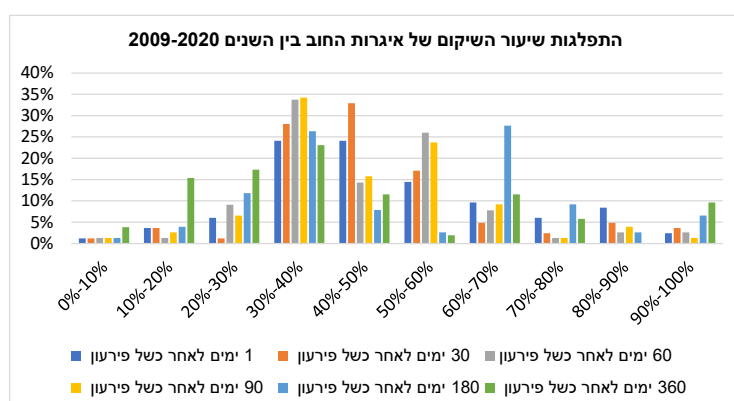
טבלה 3. שיעורי שיקום של מנפיקים

ניתן לראות כי שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד הכשל עומד על כ-47.44% (כ-43.27%) ונמצא במגמת ירידה ככל שעובר הזמן ממועד הכשל הן בבחינת שיעורי השיקום הממוצעים ברמת המנפיק והן בבחינת שיעורי השיקום ברמת איגרות החוב. ברמת הממוצע למנפיק מגמה זו נקטעת בעלייה חד פעמית בשיעור השיקום הממוצע במעבר מ-90 ימים ל-180 ימים לאחר כשל הפירעון. ברמת איגרות החוב המגמה נקטעת בשני מקומות כאשר ישנה עלייה מזערית בשיעור השיקום הממוצע במעבר מ-60 ימים ל-90 ימים לאחר הכשל ועלייה משמעותית בשיעור השיקום הממוצע במעבר מ-90 ימים ל-180 ימים לאחר כשל הפירעון. העלייה בשיעור השיקום הממוצע בטווח הזמן של 60 ימים ל-90 ימים לאחר כשל הפירעון ברמת אגרות החוב נובעת משיעור שיקום גבוה של המנפיק בי קומיוניקיישנס בע"מ אשר גורם להטיית הממוצע כלפי מעלה, וזאת בד בבד עם ביצוע ההסדר באיגרות חוב אלו. כמו כן, העלייה בשיעור השיקום הממוצע בטווח הזמן של 90 ימים ל-180 ימים לאחר הכשל נובעת ממשקלה הגבוה יחסית של כמות אג"ח אפריקה ישראל להשקעות בע"מ מתוך סך האג"ח, כאשר שיעורי השיקום של אג"ח אלו היו גבוהים והיטו את הממוצע כלפי מעלה. ניתן לראות בטבלה 2 ש-360 ימים לאחר כשל הפירעון כאשר אג"ח אלו לא היו רשומות למסחר (שכן ההסדר בוצע) מגמת היחס בין הממוצע לחציון חזרה להתנהג בהתאם. ברמת המנפיק שיעור השיקום הממוצע (חציוני) עומד על כ-48.32% (כ-45.62%) 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון¹⁰.

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

מתרשימים אלו עולה כי שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% עד 90 ימים ממועד כשל הפירעון. כמו כן, בשיעור השיקום של איגרות החוב 180 ימים ו-360 ימים לאחר כשל הפירעון קיים פיזור גדול יותר בשיעור השיקום ביחס לשיעור השיקום של איגרות החוב עד 90 ימים ממועד כשל הפירעון.

¹⁰ נתונים אלו לא כוללים את איגרות החוב של המנפיקים בי קומיוניקיישנס בע"מ וקבוצת דלק בע"מ בטווח הזמן של ה-360 ימים לאחר מועד הכשל, היות שבטווח הזמן הנ"ל בוצעו שינויים בתנאים המקוריים של איגרות החוב, דבר אשר משפיע על שיעורי השיקום במחירי שוק. במידה ומוסיפים את איגרות חוב שצוינו לעיל למדגם, שיעור השיקום הממוצע (חציוני) ברמת איגרות החוב 360 ימים לאחר מועד הכשל עומד על כ-48.39% (כ-37.54%). כמו כן, שיעור השיקום הממוצע (חציוני) 360 ימים לאחר מועד הכשל ברמת המנפיק עומד על כ-42.71% (כ-34.01%).

שיעורי כשל פירעון על פני זמן

שיעור הכשל בממוצע רב שנתי במימון תאגידי ומוסדות פיננסיים הינו כ-1.6%, בנטרול מוסדות פיננסיים כ-1.8%.

בתרשים 3 מוצגים מספר כשלי הפירעון ושיעורי הכשל במימון תאגידי ומוסדות פיננסיים בשנים 2009-2020.



תרשים 3. שיעור כשל פירעון על פני זמן

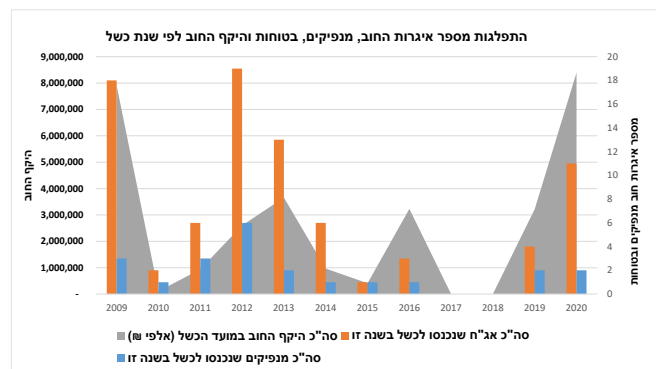
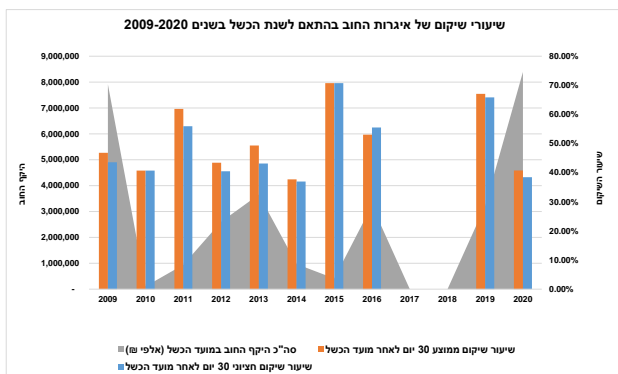
שיעור הכשל הממוצע במימון תאגידי ומוסדות פיננסיים הינו כ-1.6%. כמו כן, שיעור הכשל הממוצע בתחום המימון התאגידי בנטרול מוסדות פיננסיים הינו כ-1.8%. בנוסף, מספר כשלי הפירעון בשנת 2012 הוא הגבוה ביותר בין השנים 2009-2020 ועומד על 6 כשלי פירעון. שיעור הכשל בממוצע רב שנתי מחושב על בסיס השנים 2009-2020, כאשר שנת 2009 היא השנה בה התרחש אירוע כשל הפירעון הראשון במדגם¹¹.

שיעורי השיקום ושנת הכשל

שיעורי השיקום של איגרות חוב בסמוך לאירוע של משבר כלכלי נמוך ביחס לשיעור השיקום של איגרות חוב בשנים אשר לא היו בסמיכות למשברים כלכליים.

בתרשים 4 להלן מוצגים מספר איגרות החוב, מספר המנפיקים ומספר אגרות החוב עם בטוחה שסווגו ככשל פירעון וכן היקף החוב המדורג שסווגו ככשל פירעון. בתרשים 5 מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים והחציוניים 30 יום לאחר מועד הכשל וכן היקף החוב בכשל פירעון במדגם בין השנים 2009-2020.

¹¹ יצוין כי קיימים גם מנפיקים אשר דורגו החל משנת 2005, כאשר בשנים 2005-2008 לא חלו אירועי כשל פירעון. בהתאם שיעור הכשל הרב שנתי לשנים 2009-2020, המוצג בדוח זה הינו גבוה יותר בהשוואה לשיעור הכשל הרב שנתי הכולל את השנים 2005-2008.



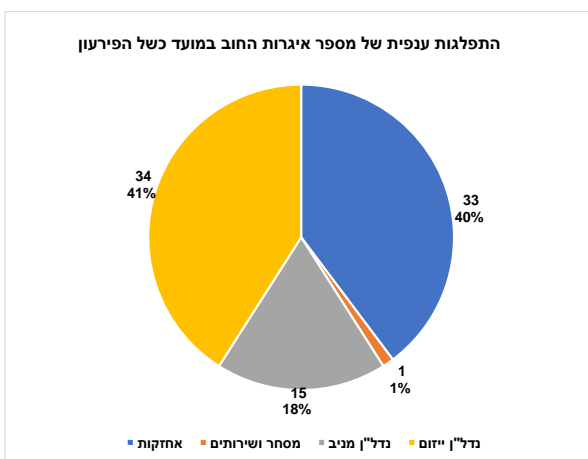
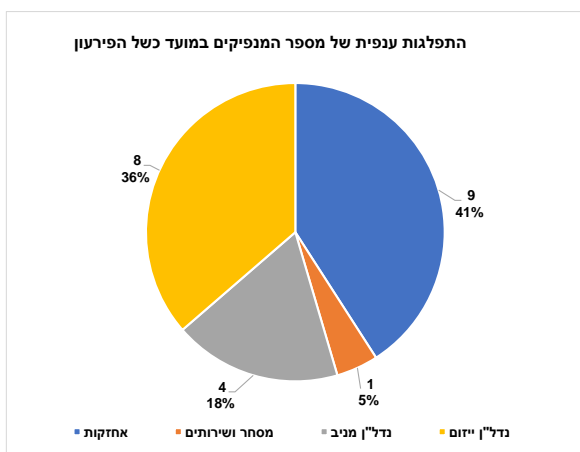
תרשים 5. שיעור השיקום בהתאם לשנת הכשל וביחס להיקף החוב

תרשים 4. מספר איגרות החוב בכשל פירעון והיקף החוב

מהנתונים בתרשים 4 עולה כי בסמוך לשנים בהן היו משברים כלכליים (בשנת 2009 ו-2020) היקפי החוב המדורג שסווגו ככשל פירעון היו גבוהים משמעותית ביחס להיקפי החוב שסווגו ככשל פירעון בסמוך לשנים בהן לא אירעו משברים כלכליים. כמו כן, מתרשים 5 עולה כי שיעורי השיקום הינם הנמוכים ביותר בשנים אשר סמוכות לאירוע של משבר כלכלי. הדבר נובע מתנאי שוק פחות טובים בעת משבר והיצע גדול יותר של איגרות חוב ב"שוק לאיגרות חוב בכשל פירעון". מגמות אלו עולות בקנה אחד עם ממצאים גלובליים.

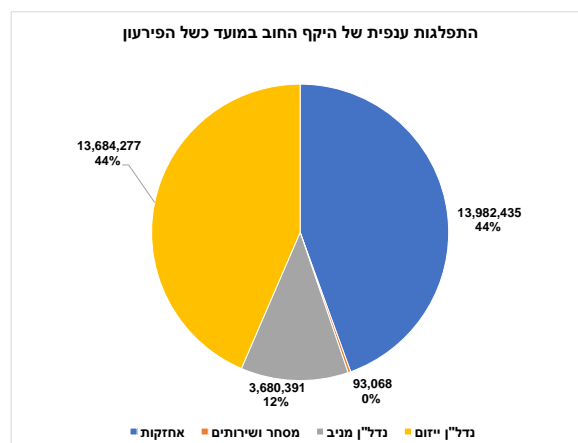
התפלגות ענפית של מנפיקים ואיגרות חוב בכשל פירעון

בתרשימים 6, 7 ו-8 מוצגת ההתפלגות הענפית של איגרות החוב במדגם, בהתאם למספר איגרות החוב, למספר המנפיקים ובהתאם להיקף החוב, בהתאמה.



תרשים 7. התפלגות ענפית של מנפיקים בכשל פירעון

תרשים 6. התפלגות ענפית של איגרות חוב בכשל פירעון



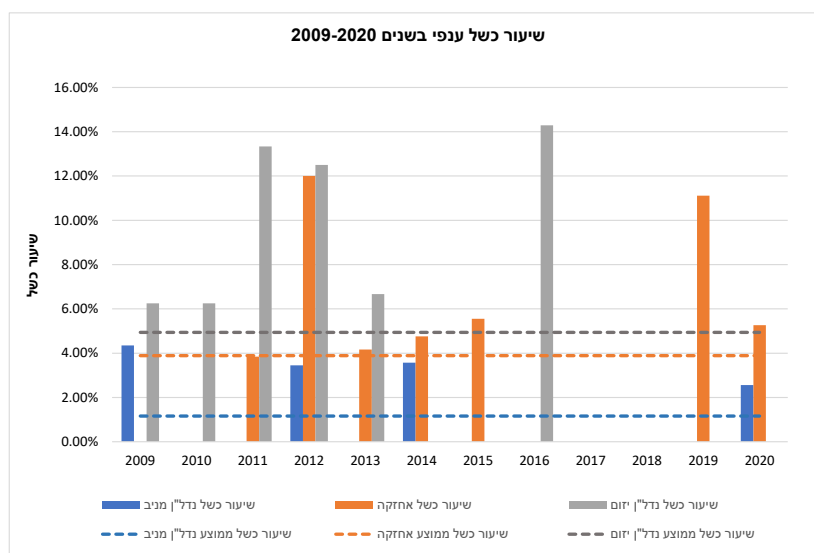
תרשים 8. התפלגות ענפית של היקפי החוב בכשל פירעון

מהנתונים עולה כי מרבית אירועי הכשל היו בענפי האחזקה והנדל"ן (בעיקר בעל רכיבים יזמיים), כאשר כ-41% מהמנפיקים, כ-40% מאגרות החוב וכ-44% מהיקף החוב של חברות בכשל פירעון היו מענף האחזקה. כ-36% מהמנפיקים, כ-41% מאגרות החוב וכ-44% מהיקף החוב של חברות בכשל פירעון היו מענף יזום הנדל"ן, כאשר יתר המנפיקים בעיקר מענף נדל"ן מניב.

שיעורי כשל ענפיים על פני זמן

מרבית איגרות החוב בכשל פירעון הינן בענפי הנדל"ן והאחזקות. שיעור הכשל בממוצע רב שנתי בחברות נדל"ן יזום עומד על כ-4.9%, בחברות אחזקה כ-3.9% וכ-1.2% בחברות נדל"ן מניב.

בתרשים 9 מוצגים שיעורי כשל בשנים 2009-2020 בהתאם לענפים השונים. מרבית כשלי הפירעון אירעו במנפיקים בענפי האחזקות, נדל"ן יזום ונדל"ן מניב.



תרשים 9. שיעור כשל פירעון בתתי ענפים נבחרים

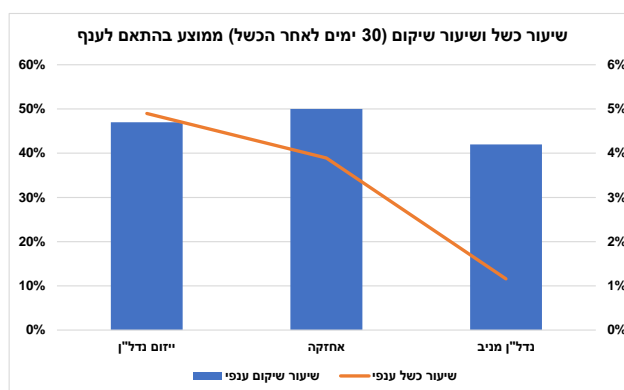
מהנתונים בתרשים 9 עולה כי שיעור הכשל בממוצע רב שנתי בחברות נדל"ן יזום עמד על כ-4.9%, שיעור הכשל בממוצע רב שנתי בחברות אחזקה עמד על כ-3.89% ובחברות נדל"ן מניב כ-1.16%. שיעור הכשל הענפי לשנה קלנדרית מחושב כיחס בין סך מספר הכשלים בענף מסוים לבין סך המנפיקים באותו ענף.

בהסתכלות ענפית כוללת שיעור הכשל הממוצע (החציוני) הרב שנתי לשנים 2009-2020 בענף הנדל"ן (ייזום ונדל"ן) הינו גבוה יותר בהשוואה לענף המימון תאגידי (ללא מוסדות פיננסים, נדל"ן ותשתיות): כ- 2.4% (כ- 2.1% בהשוואה לכ-1.5% (כ-1.4%).

שיעור כשל ושיעור שיקום ענפי

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



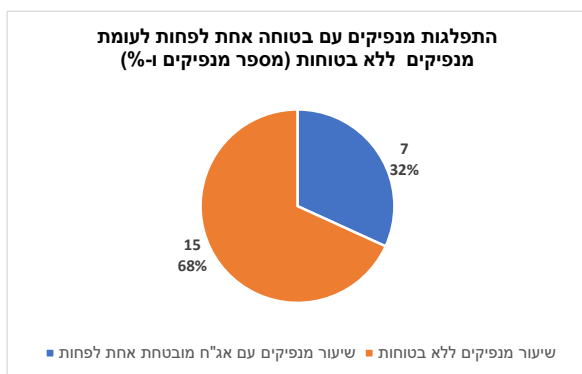
תרשים 10. שיעור כשל ושיעור שיקום (30 ימים לאחר הכשל) ממוצע בהתאם לענף

מתרשים 10 עולה כי קיימים הבדלים ניכרים בשיעור כשלי הפירעון כתלות בענף הפעילות של המנפיק. יחד עם זאת, נראה כי שיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון נע בין 42% ל-50%, כאשר שיעור השיקום בחברות האחזקה הינו הגבוה ביותר. לניתוח נרחב יותר ביחס לשיעורי השיקום בענפי הפעילות השונים, בין היתר, כתלות בקיום בטוחה, ראו בהמשך דוח זה.

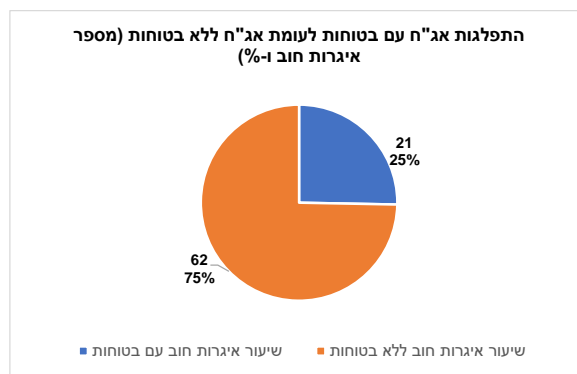
חוב עם בטוחות לעומת חוב ללא בטוחות

כ-25% מכמות והיקף איגרות החוב במדגם במועד כשל הפירעון, הינן איגרות חוב אשר למחזיקים בהן הועמדה בטוחה. כמו כן, שיעור המנפיקים והיקף החוב המדורג של מנפיקים, אשר להם לפחות אג"ח אחת עם בטוחה עומד על כ-32% מכלל החוב במועד כשל הפירעון במדגם.

שיעור איגרות החוב אשר במסגרת תנאיהן מועמדות למחזיקים בטוחות נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. המדגם כולל 21 איגרות חוב עם בטוחות מתוך 83 איגרות חוב. בתרשים 11 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב שבמדגם בחלוקה לאיגרות חוב עם בטוחות וללא בטוחות. בתרשים 12 להלן מוצגת התפלגות המנפיקים במדגם בחלוקה למנפיקים אשר להם אג"ח מובטחת אחת לפחות לעומת מנפיקים שאיגרות החוב שלהם ללא בטוחות.



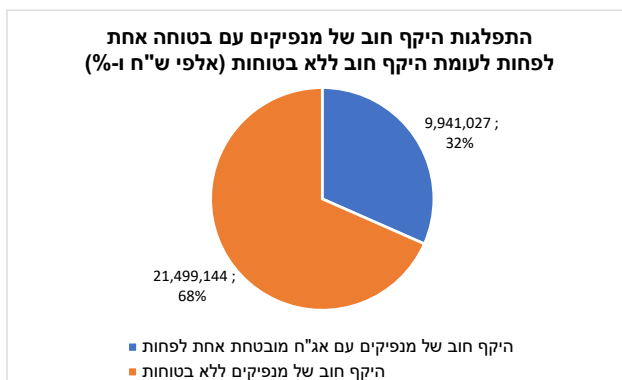
תרשים 12. התפלגות מנפיקים עם בטוחות לעומת מנפיקים ללא בטוחות



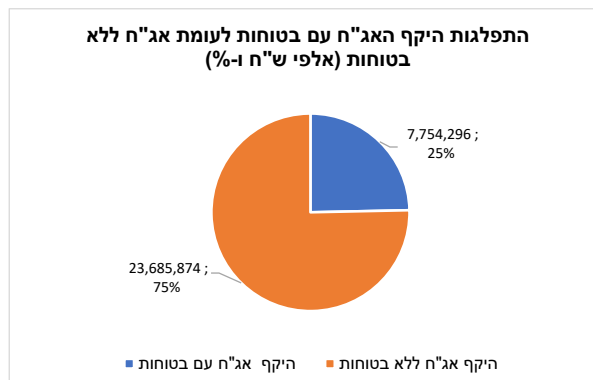
תרשים 11. התפלגות אג"ח עם בטוחות לעומת אג"ח ללא בטוחות

מתרשים 11 עולה כי כ-25% מאיגרות החוב הינן איגרות חוב אשר למחזיקים בהן הועמדה בטוחה. מתרשים 12 עולה כי שיעור המנפיקים אשר להם לפחות אג"ח אחת עם בטוחה עומד על כ-32%.

בתרשים 13 להלן מוצגת התפלגות היקף האג"ח עם בטוחות בהשוואה להיקף האג"ח ללא בטוחות. בתרשים 14 מוצגת התפלגות היקף החוב של מנפיקים עם בטוחה אחת לפחות בהשוואה להיקף חוב של מנפיקים ללא בטוחות.



תרשים 14. התפלגות היקף חוב של מנפיקים עם בטוחה אחת לפחות לעומת היקף חוב של מנפיקים ללא בטוחות

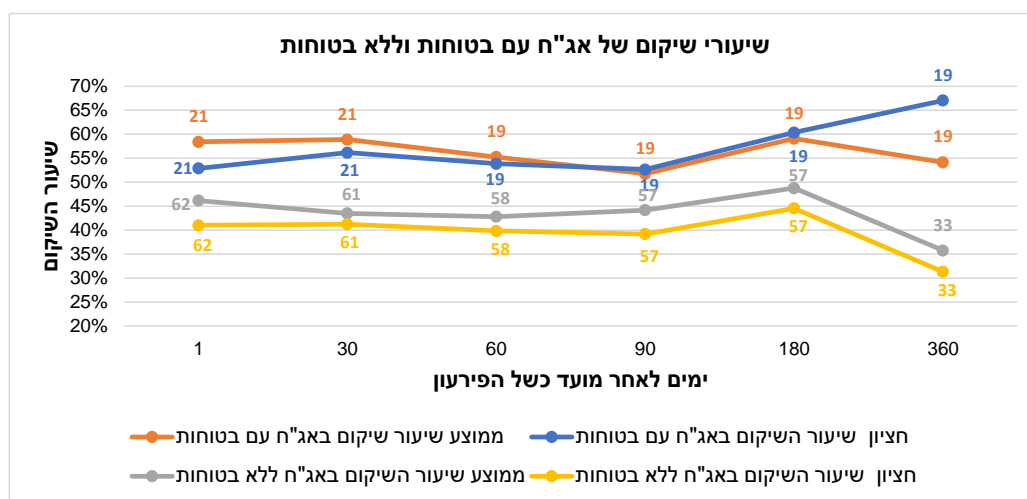


תרשים 13. התפלגות היקף האג"ח עם בטוחות לעומת אג"ח ללא בטוחות

מתרשים 13 עולה כי שיעור האג"ח עם בטוחות עומד על כ-25% מהיקף האג"ח במדגם במועד כשל הפירעון. מתרשים 14 עולה כי היקף החוב של מנפיקים אשר להם לפחות סדרת חוב אחת עם בטוחות עומד על כ-32% מכלל החוב במועד כשל הפירעון במדגם.

שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב עם בטוחות גבוה בכל נקודת זמן ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב ללא בטוחות. שיעור השיקום הממוצע והחציוני לאיגרות חוב עם בטוחה, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, גבוה בכ-15% ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני לאגרות חוב ללא בטוחה.

בתרשים 12¹⁵ להלן מוצג שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות חוב עם בטוחות בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות ללא בטוחות למועדים שונים לאחר מועד כשל הפירעון.



תרשים 15. שיעור שיקום של איגרות חוב עם בטוחות בהשוואה לאג"ח ללא בטוחות

מהתרשים עולה כי שיעורי השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב בהן הועמדו לטובת המחזיקים בטוחות, גבוה בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות החוב ללא בטוחות בכל נקודת זמן.

שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב עם בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עמד על כ-58.89% (56.16%), וזאת בהשוואה לשיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב ללא בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון אשר עמד על כ-43.50% (כ-41.23%). בהתאם, שיעור השיקום הממוצע והחציוני לאגרות חוב עם בטוחה גבוה בכ-15% ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני לאגרות חוב ללא בטוחה, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון.

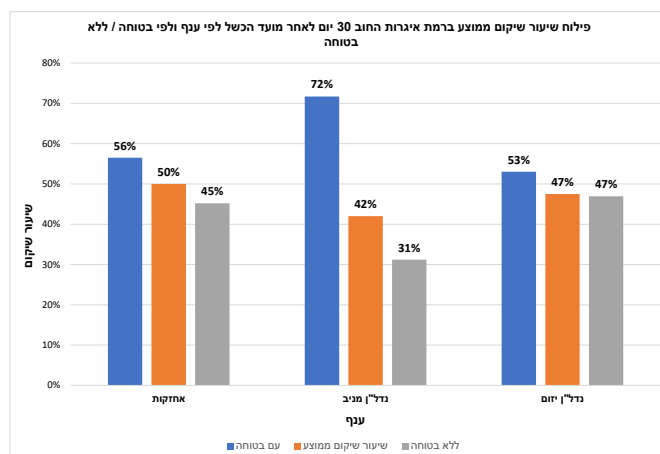
הבדלי שיעורי השיקום בין אגרות חוב עם בטוחות לאגרות חוב ללא בטוחות דומים לממצאים של מודיס -ממחקר משנת 2021 של מודיס¹³ הכולל 1,233 אירועי כשל על פני השנים 1987-2020, עולה כי קיימים הבדלים בשיעור השיקום הסופי כתלות במבנה החוב. מהמחקר עולה כי שיעור השיקום הסופי הממוצע לאגרות חוב מובטחות גבוה בכ-14% ביחס לשיעור השיקום הסופי הממוצע לאגרות חוב לא מובטחות.

שיעורי השיקום בענפים השונים כתלות בקיום בטוחה

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

בעוד שאין שוני מהותי בין שיעורי השיקום כתלות בענף, ניתן לראות כי קיום הבטוחה משפיעה באופן עקבי יחסית על שיעורי השיקום בענפים השונים. בתרשים 16 מוצג שיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי ענף הפעילות וכתלות בקיום בטוחה וזאת ברמת איגרות החוב.

¹² בתרשים 15 וכן בכל התרשימים מסוג זה בהמשך הדוח, מספר התצפיות ששימשו לחישוב הנתון, מצוין על גבי התרשים בסמוך לנתון המוצג.
¹³ Lessons from more than a trillion dollars in defaults 1987-2020, 2021 Moody's



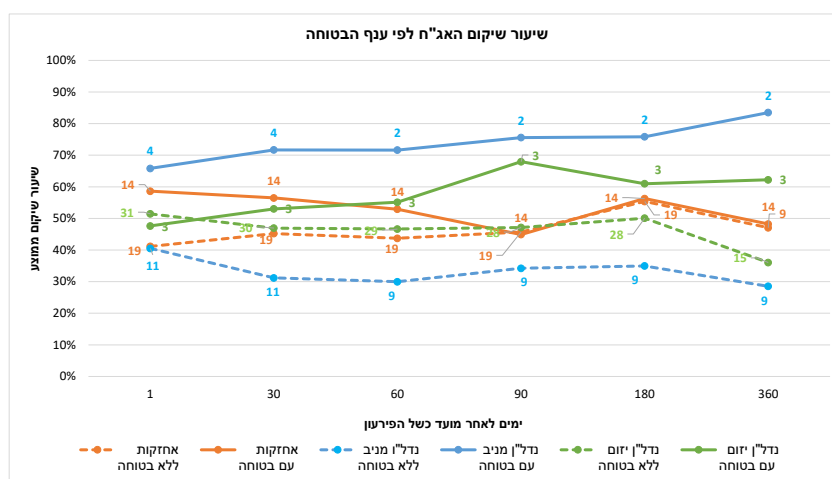
תרשים 16. שיעורי שיקום בחלוקה ענפית כתלות בקיום בטוחה ברמת איגרות החוב

מנתוני תרשים 16 עולה כי שיעור השיקום הממוצע של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד הכשל כאשר למחזיקי איגרות החוב הועמדו בטוחות גבוה באופן משמעותי מאיגרות חוב ללא בטוחה באותו ענף, הדבר נכון לגבי 3 הענפים¹⁴. חשוב לציין שברמת המנפיק בענף יזום הנדל'ן למנפיק אחד נרשם שיעור שיקום גבוה במיוחד פולאר השקעות בע"מ (כ-92%), אשר מעלה את הממוצע, ומעלה את שיעור השיקום הממוצע של מנפיקים ללא בטוחות להיות דומה לשיעור השיקום של מנפיקים עם בטוחות בענף זה. כמו כן מתרשים 16 ניתן להסיק שמבין שלושת הענפים, בענף הנדל'ן המניב ההבדל בין שיעור השיקום בממוצע 30 ימים לאחר הכשל של אגרות חוב עם בטוחה לעומת ללא בטוחה הוא המשמעותי ביותר.

שיעורי שיקום בהתאם לענף וקיום בטוחה על פני זמן

קיים פער בשיעורי השיקום בין איגרות החוב עם בטוחות לבין איגרות החוב בכלל הענפים, בכל טווחי הזמן שנבחנו לאחר מועד כשל הפירעון, החל מ-30 ימים לאחר מועד הכשל.

בתרשים 17 להלן מוצגת התפתחות שיעור השיקום על פני טווחי זמן שונים לאחר מועד כשל הפירעון בהתאם לענף הפעילות וקיום בטוחה לאיגרות החוב.



תרשים 17. התפלגות שיעורי שיקום בחלוקה ענפית וכתלות קיום בטוחה

¹⁴ ענף המסחר והשירותים לא נבחן בשל תצפית בודדת בענף.

מנתוני תרשים 17 עולה כי שיעור השיקום של איגרות החוב מסוג נדל"ן מניב עם בטוחות הוא הגבוה ביותר בכל זמן החל מ-30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון. כמו כן ניתן לראות שבמשך כל הימים לאחר מועד כשל הפירעון שיעור השיקום הנמוך ביותר הינו של איגרות חוב מסוג נדל"ן מניב ללא בטוחות. בדומה להפרש המשמעותי הקיים בענף הנדל"ן מניב בין איגרות חוב עם בטוחות לאיגרות חוב ללא בטוחות, קיים פער בשיעורי השיקום בין איגרות החוב עם בטוחות לבין איגרות החוב ללא בטוחות גם בשאר הענפים.

שיעורי השיקום של חוב עם בטוחות בהתאם למאפייני הבטוחה

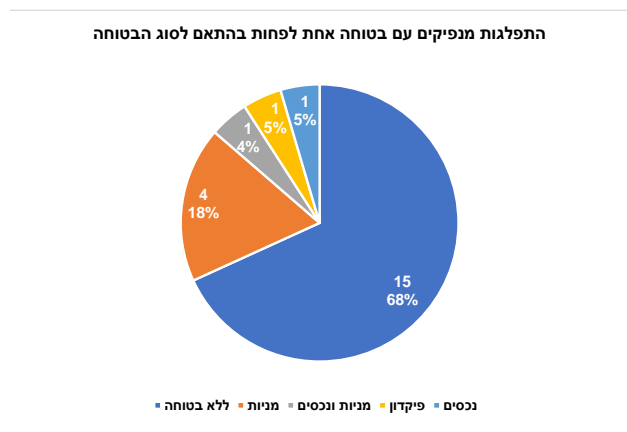
סוגי בטוחות

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

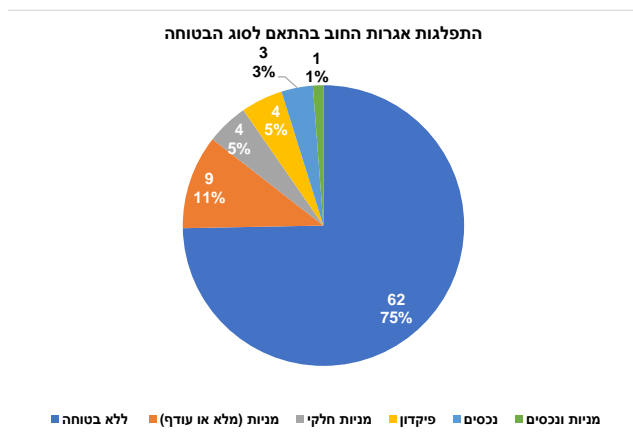
- מניות - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי 100% מהחוב, לפחות.
- מניות חלקי - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי הנמוך מהיקף החוב.
- נכסים - נכסי נדל"ן.
- פיקדון.

בתרשים 18 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב במדגם בהתאם לסוג הבטוחה. כאמור מתוך 83 איגרות החוב שנבחנו במדגם ל-21 איגרות חוב שועבדה בטוחה. בתרשים 19 מוצגת התפלגות סוגי הבטוחה ברמת המנפיק כאשר מנפיקים להם סדרה אחת לפחות עם בטוחה נספרו כמנפיקים עם בטוחה¹⁵.

למרבית איגרות החוב (והמנפיקים) במדגם, כ-75% (כ-68%) לא נרשמו בטוחות. שיעור איגרות החוב (המנפיקים) עם בטוחה מסוג נכסי נדל"ן מהווים כ-4.8% (כ-9.1%).



תרשים 19. התפלגות מנפיקים (עם סדרת חוב מובטחת אחת לפחות) לפי סוג הבטוחה



תרשים 18. התפלגות איגרות החוב לפי סוג הבטוחה

מתרשים 18 עולה כי רוב איגרות החוב במדגם הונפקו ללא בטוחה ומבין איגרות החוב המבטוחות סוג הבטוחה השכיח הינו בטוחה של מניות (9 איגרות חוב), כאשר ב-4 איגרות חוב בלבד ניתן שיעבוד גם על נכסים. כמו כן לבטוחות מסוג מניות חלקי ופיקדון ישנו משקל שווה במדגם (4 איגרות חוב בכל אחד מהסיווגים). מתרשים 19 עולה כי מתוך 7 מנפיקים במדגם אשר באיגרות החוב שלהם הועמדו בטוחות ל-4 מנפיקים (18%) נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות" ולמנפיק אחד נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות ונכסים" ומסוג "פיקדון", לכל אחד.

¹⁵ למנפיק אחד במדגם נכללו שתי סדרות אשר לטובת המחזיקים באחת הסדרות הועמדו בטוחות מסוג נכסים ובסדרה השנייה בטוחות מסוג מניות ונכסים, בתרשים 19 סווגו כבטוחה מסוג "מניות ונכסים". כמו כן, לצורכי הצגת הנתונים בתרשים 19 ברמת המנפיק סיווג "מניות חלקי" אוחד 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 16⁴ להלן מוצגים שיעורי כיסוי הבטוחה במועד כשל הפירעון כהגדרתם לעיל ושיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי סוג הבטוחה.

כיסוי בטוחה ממוצע במועד הכשל בהתאם לסוגי בטוחות

שוק שיקום 30 ימים לאחר מועד כשל	מספר איגרות חוב הפירעון	כיסוי בטוחה מינימלי	כיסוי בטוחה מקסימלי	כיסוי בטוחה ממוצע	סוג בטוחה
68%	3	115%	132%	125%	נכסים
57%	9	30%	143%	63%	מניות
54%	4	21%	92%	44%	פיקדון
56%	4	23%	33%	28%	מניות חלקי
83%	1	NR	NR	NR	מניות ונכסים
63%	21	21%	143%	65%	כל סוגי הבטוחות

טבלה 4. שיעור כיסוי הבטוחה ושיעור השיקום באיגרות החוב

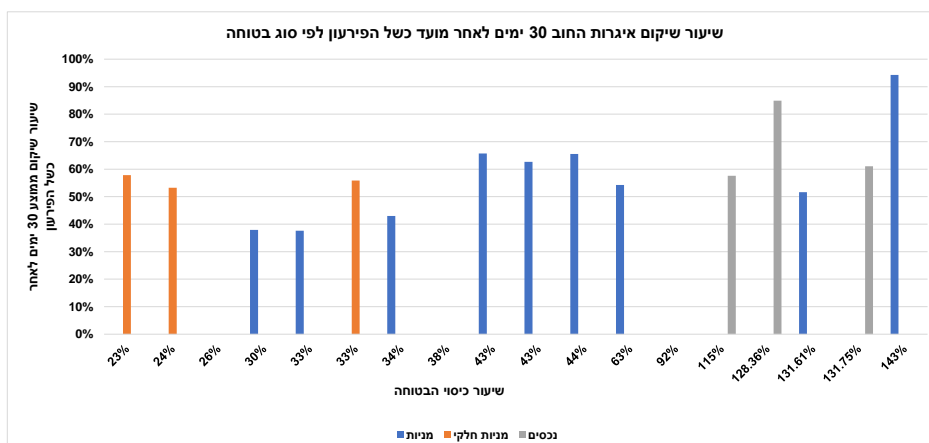
מהנתונים בטבלה 4 עולה כי שיעור השיקום הגבוה ביותר הינו של בטוחות הכוללות נכסים וכן ניתן לראות כי לשיעור הכיסוי של הבטוחה ישנה השפעה על שיעורי השיקום. יחד עם זאת בבטוחה מסוג מניות נראה כי השונות בין שיעורי השיקום גבוהה יחסית ושיעורי הכיסוי הטובים יחסית של הבטוחות אינם באים לידי ביטוי במלואם בשיעור השיקום. כמו כן נראה כי בשונה מבטוחות מסוג נכסים, בבטוחות מסוג מניות¹⁷, הידרדרות מחיר המניות אירעה בד בבד עם איגרות החוב. בהעדר מנגנונים של השלמת בטוחות ותנודתיות המניות בכלל ובפרט בקרות אירוע כשל בקבוצה, שיעורי השיקום הציגו אף הם שונות גבוהה ויחד עם זאת שיעורי שיקום באג"ח אלו היו גבוהים בהשוואה לשיעורי השיקום אג"ח ללא בטוחות.

בתרשים 20 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 תצפיות¹⁸.

¹⁶ 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.

¹⁷ המניות ששועבדו לטובת המחזיקים באיגרות החוב שבמדגם היו של חברות הקשורות למנפיק.

¹⁸ 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 לא נכללו בתרשים, שיעורי השיקום הממוצע של אג"ח מגובות בשעבוד "פיקדון" כ- 53.7% ושיעור כיסוי הבטוחה למועד כשל הפירעון הינו כ- 43.4%.



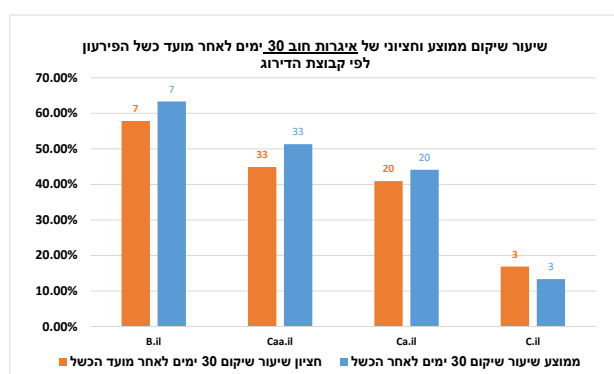
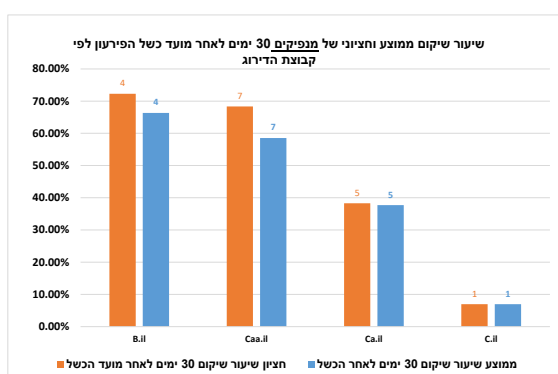
תרשים 20. התפלגות שיעורי כיסוי הבטוחה ביום הכשל בהתאם לשיעור שיקום 30 ימים לאחר מועד הכשל, בפילוח לפי סוג בטוחות ברמת איגרת החוב.

מתרשים 20 ניתן לראות כי קיימת שונות גבוהה יחסית בין שיעורי השיקום של איגרות חוב אשר לטובתן נרשמו בטוחות עם שיעורי כיסוי חוב שונים. יחד עם זאת, נראה כי שיעור השיקום במקרים בהם שיעור כיסוי הבטוחה היה גבוה יותר, היו גבוהים יותר בממוצע. שיעור השיקום הממוצע באג"ח מגובה בשעבוד מסוג "מניות" הינו כ-56.9% וזאת בהשוואה לשיעור השיקום הממוצע באג"ח מגובה שעבוד מסוג "מניות חלקי" שהינו כ-55.7%. בהשוואה לדוח שיעורי שיקום שפורסם בינואר 2019 שיעור הכיסוי הממוצע באג"ח מגובה בשעבוד מסוג "נכסים" עלה בכ-10% מכ-58% לכ-68% וזאת בשל מנפיק שנכנס לכשל ב-2020 וכלל 2 סדרות עם שעבודים מסוג "נכסים".

שיעורי שיקום ודירוג

הדירוג של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון הינו גבוה יותר לאיגרות חוב עם שיעורי שיקום ממוצעים וחציניים גבוהים יותר לאותו מועד

לצורך בחינת הקשר בין הדירוג לבין שיעורי השיקום, נבחן שיעור השיקום הממוצע והחציוני 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, בהשוואה לדירוג הקיים למועד זה וזאת ככל שלאיגרות החוב קיים דירוג המשקף בחינה של שיעור השיקום הצפוי, בהתאם למתודולוגית דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון. המדגם כלל כ-63 איגרות חוב וכ-14 מנפיקים. כאשר לשני מנפיקים קיימים דירוגים שונים לסדרות שונות, בהתאם למבנה השעבודים לכל איגרת חוב. בתרשים 21 מוצג שיעור שיקום ממוצע וחציוני של איגרות חוב, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי קבוצות דירוג ובתרשים 22¹⁹ מוצג שיעור שיקום ממוצע וחציוני של מנפיקים, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי קבוצות דירוג.



תרשים 22. שיעור שיקום ממוצע וחציוני של מנפיקים, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי קבוצות דירוג

תרשים 21. שיעור שיקום ממוצע וחציוני של איגרות חוב, 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי קבוצות דירוג

מהנתונים בתרשימים 21 ו-22 עולה כי שיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון היה גבוה יותר לאיגרות חוב ומנפיקים אשר דורגו בדירוג גבוה יותר נכון לאותו מועד.

¹⁹ 30 ימים לאחר מועד הכשל, סדרות שונות של 2 מנפיקים במדגם דורגו בדירוגים שונים. לצורכי תרשים 22, שיעור השיקום מוצג באופן נפרד לכל סדרה באותו הדירוג.

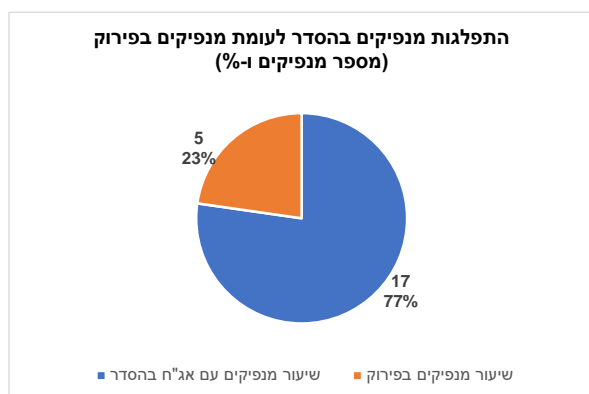
מאפיינים נוספים של שיעורי שיקום

חוב בהסדר לעומת חוב בפירוק

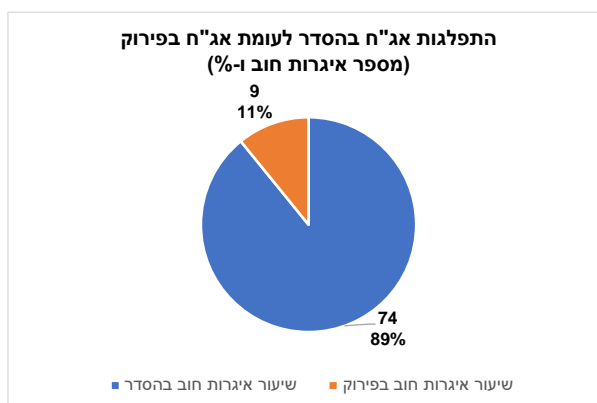
מרבית איגרות החוב אשר הגיעו לכשל פירעון, השלימו או פועלות להשלמת הסדר חוב, בשונה מתהליך פירוק. היקף החוב המדורג שהינו בפירוק מהווה כ-4% בלבד מסך היקף החוב בכשל פירעון.

כ-74 מתוך 83 איגרות החוב שבמדגם הגיעו להסדר לעומת 9 איגרות חוב בפירוק. גם בהתאם לממצאים בשוקי ההון הגלובליים, שיעורי ההסדר הינם במגמת עלייה בהשוואה לפירוקים, וזאת בעיקר כתוצאה משיעור השיקום הגבוה יותר לכלל השחקנים באמצעות הסדר בהשוואה לפירוק.

בתרשימים 23 ו-24 מוצגת ההתפלגות בין הסדר לפירוק ברמת מספר איגרות החוב ומספר המנפיקים, בהתאמה.

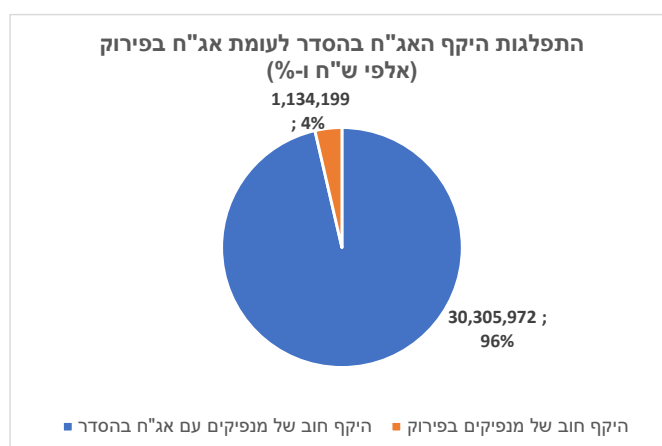


תרשים 24. התפלגות מנפיקים בהסדר לעומת מנפיקים בפירוק



תרשים 23. התפלגות אג"ח בהסדר לעומת אג"ח בפירוק

מהתרשימים עולה כי שיעור איגרות החוב (המנפיקים) בהסדר עומד על כ-89% (77%). בתרשים 25 להלן מוצגת ההתפלגות ברמת היקף החוב.

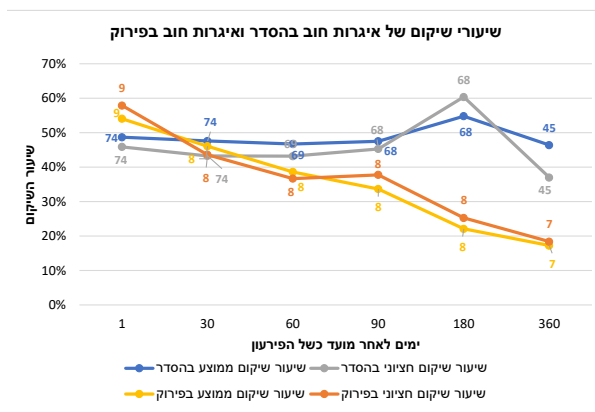
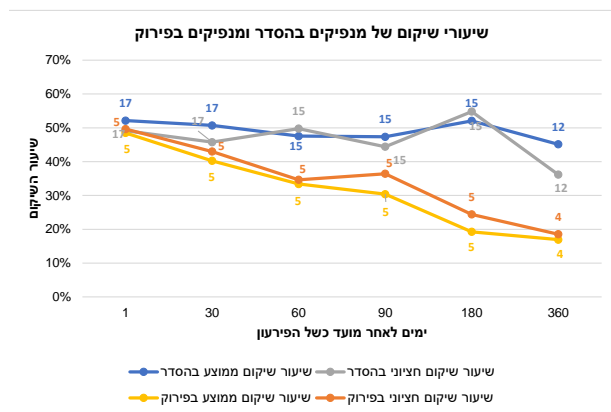


תרשים 25. התפלגות היקף אג"ח בהסדר לעומת היקף אג"ח בפירוק

מהתרשים עולה כי שיעור היקף האג"ח בהסדר עומד על כ-96% בהשוואה להיקף האג"ח בפירוק העומד על כ-4% בלבד.

שיעורי השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בהסדר גבוהים בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בפירוק, החל מ-60 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, והפער הולך וגדל עם הזמן. שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-47% (כ-38%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 360 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-17% (כ-18%).

בתרשימים 26 ו-27 להלן מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים והחציוניים של חוב בהסדר בהשוואה לחוב בפירוק וזאת ברמת איגרות החוב והן ברמה הממוצעת למנפיק, בהתאמה.



תרשים 27. שיעורי שיקום של מנפיקים בהסדר לעומת מנפיקים בפירוק

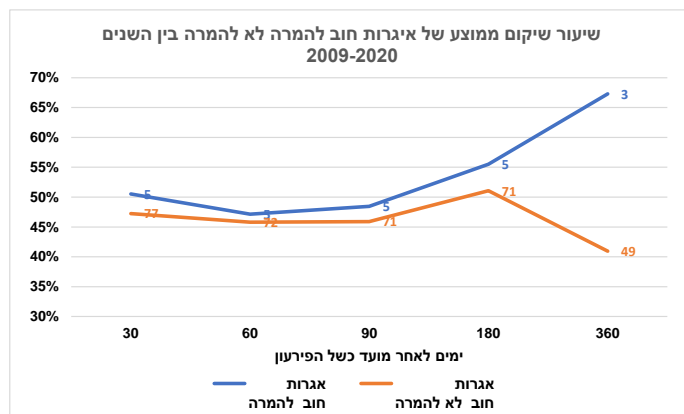
תרשים 26. שיעורי השיקום של אג"ח בהסדר לעומת אג"ח בפירוק

מתרשימים 26 ו-27 עולה כי בטווח הזמן הקצר לאחר מועד הכשל, שיעורי השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בהסדר דומים בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בפירוק, והפער הולך וגדל עם הזמן. מתרשים 27 עולה כי שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-48% (כ-43%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 30 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-46% (כ-44%). שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-47% (כ-38%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 360 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-17% (כ-18%).

חוב להמרה מצד המחזיק לעומת חוב רגיל

לאיגרות חוב אשר כוללות אופציה להמרה למניית מצד המשקיע, שיעור שיקום הממוצע גבוה יותר בכל נקודת זמן לאחר מועד כשל הפירעון

5 מתוך 83 איגרות החוב שבמדגם הינן איגרות חוב עם אופציה להמרה מצד המחזיק באג"ח. חלק מתמחור איגרות החוב כולל רכיב של אופציה זו, ובפרט לאחר כשל הפירעון, נצפה כי שיעורי השיקום באיגרות חוב אלו יהיו גבוהים יותר וזאת על אף שבכשל פירעון מחירה של האופציה אמור להיות שולי. בתרשים 28 להלן מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים לטווחי זמן שונים לאחר כשל הפירעון של איגרות החוב עם אופציית ההמרה וכן של איגרות חוב ללא אופציית ההמרה.



תרשים 28. שיעורי השיקום הממוצע של איגרות חוב להמרה בהשוואה לאיגרות חוב שאינן להמרה

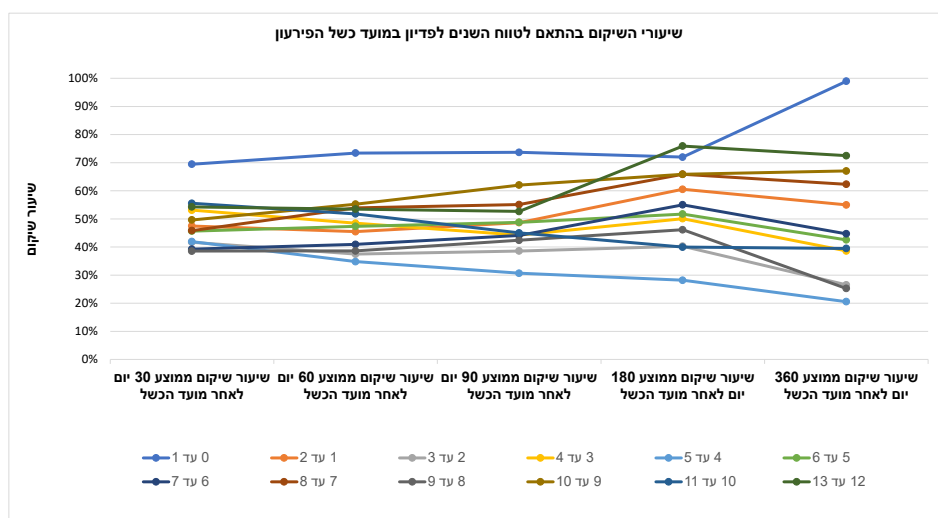
מתרשימים 28 עולה כי איגרת החוב עם אופציית המרה למניות מצד המשקיע הינן בעלות שיעור שיקום ממוצע גבוה יותר וזאת לכל נקודת זמן לאחר מועד כשל הפירעון בהשוואה לאיגרות חוב ללא אופציית המרה.

אורך חיי האג"ח ושיעור השיקום

קיימת שונות גבוהה של שיעורי השיקום כתלות במועד הפדיון המקורי של איגרות החוב במועד כשל הפירעון. יחד עם זאת, לאיגרות חוב בעלות טווח לפדיון של עד שנה שיעורי שיקום גבוהים יותר במרבית נקודות הזמן הנבחנו לאחר מועד הכשל.

ככלל, ככל שמח"מ החוב ארוך יותר, כך התשואה לפדיון שידרוש המשקיע תהיה גבוהה יותר. יחד עם זאת, בקרות כשל פירעון ובהינתן היעדר העדפת נושים, שיעורי השיקום צפויים להיות ניטרליים למועד הפדיון ולמח"מ בפרט ולא לבוא לידי ביטוי במסגרת הנשייה האחידה, מקרה יוצא דופן הינה אפריקה אג"ח ט'.

בחנו את שיעורי השיקום לטווחי הזמן השונים בפילוח של מספר השנים לפדיון הסופי במועד כשל הפירעון. בתרשים 29 מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים לטווחי ימים שונים לאחר מועד כשל הפירעון. מתרשים 29 עולה כי שיעור השיקום המקסימלי הינו לאיגרות חוב בעלות טווח לפדיון של עד שנה, וזאת בכל נקודת זמן.



תרשים 29. שיעורי שיקום לטווחי זמן שונים לפדיון במועד הכשל

דוחות קשורים

- [לסיכום ביצועי הדירוגים לשנים 2009-2020, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)
- [שיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2017](#)
- [לסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח : 12.12.2021

נספח 1 - הגדרת כשל פירעון (default)

הגדרות מידרוג לכשל פירעון, מתייחסות רק למכשירי חוב או "דמוי" חוב (כגון CDS). שלושה אירועים מהווים כשל פירעון חוב:

1. אי תשלום או דחית תשלום של קרן או ריבית כהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית)²⁰.
2. פניה לערכאות משפטיות בקשר לכשל פירעון של הגוף המנפיק כגון: בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים. אירועים אלו סביר שייגרמו אי תשלום או דחיה בתשלומי החוב הצפויים.
3. הצעת הסדר או ארגון מחדש של חוב כאשר: (א) החייב מציע למחזיקי האג"ח ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ביחס להתחייבות המקורית ו-(ב) הצעת ההסדר נועדה לסייע לחייב להימנע מכשל פירעון.

מידרוג כוללת הצעות הסדר וארגון מחדש של החוב בהגדרת הכשל על מנת לקחת בחשבון אירועי אשראי בהם מנפיקים למעשה לא עומדים בהתחייבותם לשירות החוב אבל בפועל לא פותחים בהליכי חדלות פירעון או לא עומדים בתשלומי ריבית או קרן. מידרוג מבצעת ניתוח פונדמנטלי בהערכה לכשל פירעון עתידי ולוקחת בחשבון אינדיקטורים שונים בהערכת ההפסד ביחס להתחייבות המקורית, אשר יכולים לכלול את התשואה לפדיון של החוב.

הגדרת כשל הפירעון אינה כוללת כשל "טכני", כגון הפרות של יחסי מינוף ויחסי כיסוי חוב, אלא אם כן החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהצעת פירעון החוב, אשר עשויה להידרש במצב כזה. בעסקאות מימון מובנה כשלים "טכניים" כגון: אי עמידה ביחס נכסים להתחייבויות או הפרות מסוימות המוגדרות במסמכים המשפטיים, אי תשלום זמני של תשלומי ריבית (פחות מ-12 חודשים) ולפי מסמכי העסקה ניתן לדחות תשלומים כאלו (בתוספת ריבית מתאימה) עד למועד הפירעון הסופי, אינם מהווים אירועי כשל פירעון. כמו כן, לצורך הגדרת כשל פירעון, מוחרגים תשלומים בגין התחייבויות לזמן ארוך שלא שולמו במועדם כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות אשר: (1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים ו-(2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקים לאחר גילוי הטעות).

בנוסף, בנסיבות מסוימות, תשלומים שלא שולמו במועדם ביחס לחוזים פיננסיים עשויים להיות מוחרגים, אם אי התשלום אירע כתוצאה ממחלוקת משפטית ביחס לתקפות חוזים אלו.

²⁰ בעסקאות מימון מובנה מסוימות, אי תשלום עלול לגרום להפסדים, אף שתשלומים אלו אינם מחויבים חוזית. בהתאם, במכשירי מימון מובנה, מידרוג תגדיר שאירע אירוע כשל פירעון ככל שלא שולם תשלום ריבית מהותי במשך 12 חודשים ומעלה או ככל שחל הפסד קרן מהותי (או מחיקה) לנייר הערך. אם פער ריבית או קרן כאמור מופחת בהמשך מתחת לסף המהותיות של 0.5% מהיתרה המקורית של נייר הערך, אז כשל הפירעון תוקן.

נספח 2 - 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, כאשר²¹:

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.

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

²¹ 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>