



ביצועי דירוג בתחום מימון תאגידי ומוסדות פיננסיים- סיכום שנת 2015 ומצטבר

דוח מיוחד | מרץ 2016

1

אנשי קשר:

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

מטרת דוח זה הינה להציג את ביצועי הדירוג של מידרוג בשנת 2015 ובמצטבר מאז תחילת פעילותה כחברה מדרגת. הדוח כולל את שיעורי מעברי הדירוגים (מטריצות מעברים) ברמה השנתית והמצטברת בבחינה שנתית, את השינוי בהתפלגות הדירוגים ואופק הדירוג וכן את אירועי כשל הפירעון בקרב המנפיקים שמדרגת מידרוג. בנוסף, מוצג מדד לבדיקת דיוק הדירוג, אשר משקף את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוג (Average Position - נע בטווח שבין 0 ל-1). מדד זה משקף את כוחו האורדינאלי של הדירוג ומודד את מיקומם של דירוגים, אשר חוו אירועי כשל בהתפלגות הדירוגים, יחסית לחובות שאינם בכשל פירעון.

מידרוג מרכזת ומפרסמת את שינויי הדירוג ומדדי דיוק הדירוג וזאת במטרה לייצר שקיפות ביחס לביצועי הדירוג. בהקשר זה יצוין כי המדגם בחלק מקבוצות הדירוג וכן מדגם כשלי הפירעון הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. הנתונים המובאים להלן מתייחסים לכל המנפיקים בתחום מימון התאגידים, מוסדות פיננסיים וחברות ממשלתיות.

בדוח זה מספר המנפיקים מוגדר כמספר המנפיקים הפעילים שמדרגת מידרוג לסוף השנה הקלנדרית. המנפיקים המדורגים כוללים דירוגים פומביים ודירוגים פרטיים. מידרוג מדרגת עסקאות מימון מובנה ופרויקטים שאינם נכללים בנתונים המוצגים בדוח זה.² הדירוג הנלקח לצורך חישוב התפלגות הדירוגים הינו דירוג המנפיק (או אומדן של דירוג המנפיק) או דירוג הפיקדונות בדירוגי מנפיקים שהינם תאגידים בנקאיים או דירוג האיתנות הפיננסית בדירוגי מנפיקים שהינם מבטחים (להלן: "דירוג המנפיק").

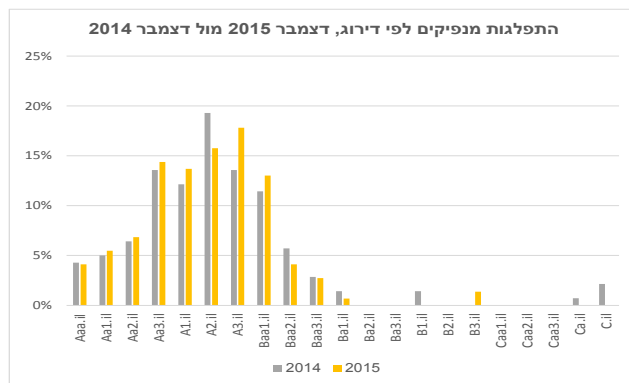
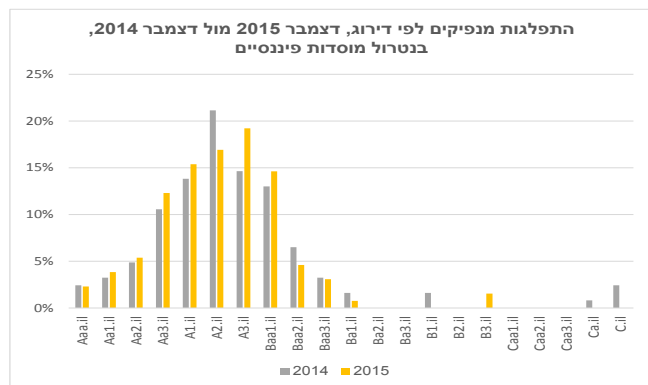
התפלגות הדירוגים

נכון לסוף 2015 מידרוג דירגה כ-146 מנפיקים.³ הדירוג החיצוני של המנפיקים המדורגים במידרוג הינו A2.il, בדומה לשנים קודמות. למעלה מ-90% מן הדירוגים נעים בין קבוצת ה-Aa.il לקבוצת ה-Baa.il. להלן תרשימים המתארים את התפלגות המנפיקים בהתאם לדירוג. בתרשים הימני התפלגות דירוגי המנפיקים לסוף שנת 2015 בהשוואה לסוף שנת 2014. כל התפלגויות הדירוגים הינן בהשוואה לנתוני סוף שנת 2014, לאחר עדכון מסד הנתונים כמתואר לעיל. בתרשים השמאלי, התפלגות דירוג המנפיקים בשנים אלו, בנטרול מוסדות פיננסיים:

¹ מתודולוגית חישוב מדד הדיוק מובאת בנספח 3.

² לצורך הכנת הנתונים המוצגים בדוח זה בוצעו העדכונים הבאים במסד הנתונים: (1) שני דירוגים מתחום האיגוח הכלל תאגידי (Whole Business Securitization) שנכללו בדוחות ביצועי הדירוג של המימון התאגידי הועברו לדוח ביצועי הדירוג בתחום המימון המובנה. (2) מסד הנתונים עודכן בסיומי דירוג של שני דירוגים נוספים בשנת 2014, אשר נספרו כפעילים נכון לסוף שנת 2014. (3) מסד הנתונים עודכן בדירוג הלוואה שלא נלקחה בחשבון כפעילה נכון לסוף שנת 2014.

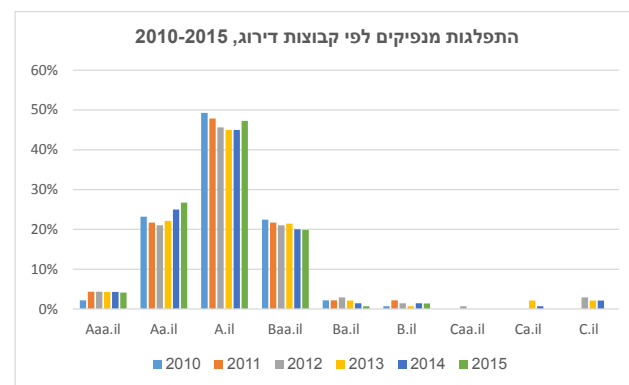
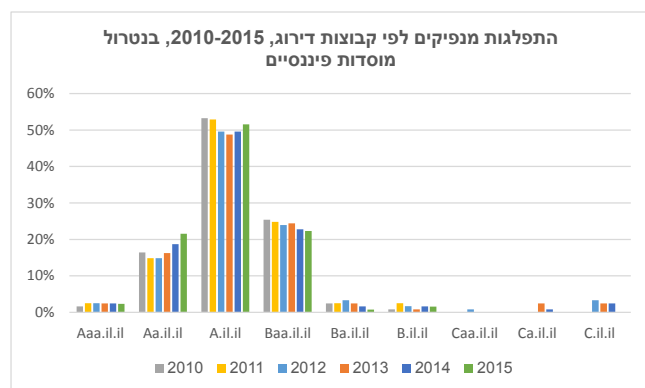
³ ללא דירוגי פרויקטים, מימון מובנה ומכשירים פיננסיים.



נכון לדצמבר 2015, שיעור המנפיקים בדירוג Aaa.il עמד על כ-4% מסך המנפיקים שדורגו על ידי מידרוג באותו מועד וזאת בדומה לדצמבר 2014 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-2.4%-2.3%). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-Aa.il עלה מכ-25% בסוף 2014 לכ-27% בסוף 2015 (בנטרול מוסדות פיננסיים: מכ-19% לכ-22%, בהתאמה). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-A.il עלה מכ-45% לסוף 2014 לכ-47% לסוף 2015 (בנטרול מוסדות פיננסיים: מכ-50% לכ-52%, בהתאמה). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-Baa.il לסוף 2015 הינו כ-20% בדומה לסוף שנת 2014 (בנטרול מוסדות פיננסיים: ירד מכ-23% לכ-22%, בהתאמה). שיעור המנפיקים המדורגים בדירוג Ba.il ומטה ירד מכ-6% בדצמבר 2014 לכ-2% בדצמבר 2015 (בנטרול מוסדות פיננסיים: מ-7% ל-2%, בהתאמה).

להלן תרשימים המתארים את התפלגות הדירוגים בחלוקה לקבוצות דירוג, בתרשים הימני התפלגות דירוגי המנפיקים בין השנים 2010-2015. בתרשים השמאלי, התפלגות דירוגי המנפיקים בשנים אלו, בנטרול מוסדות פיננסיים:

התפלגות הדירוגים בחלוקה לקבוצות דירוג



מהתפתחות הדירוגים על פני זמן, ניתן לראות כי קיימת יציבות יחסית בהתפלגות המנפיקים לפי קבוצות דירוג. שיעור הדירוגים בקבוצת ה-Aa.il עלה החל משנת 2013, וזאת בניגוד למגמת הירידה בשיעור זה בשנים 2010-2012. הירידה בשיעור הדירוגים בקבוצת ה-A.il בין השנים 2009-2011, התמתנה בשנים 2012-2014, ושיעור הדירוגים בקבוצה זו אף עלה בשנה האחרונה. שיעור הדירוגים בקבוצות ה-Baa.il-Ba.il נמצא במגמת ירידה החל משנת 2012. שיעור הדירוגים בקבוצת ה-B.il נותר יציב בשנתיים האחרונות. יצוין, כי נכון לסוף 2015, אין בתחום התאגידים והמוסדות הפיננסיים דירוגים בקבוצות ה-Caa.il-C.il.

(מנפיקים בדירוגים אלו עברו אירוע כשל פירעון). פירוט בדבר מעברי הדירוג בין הקטגוריות מוצג במטריצת המעברים של מידרוג בהמשך דוח זה.

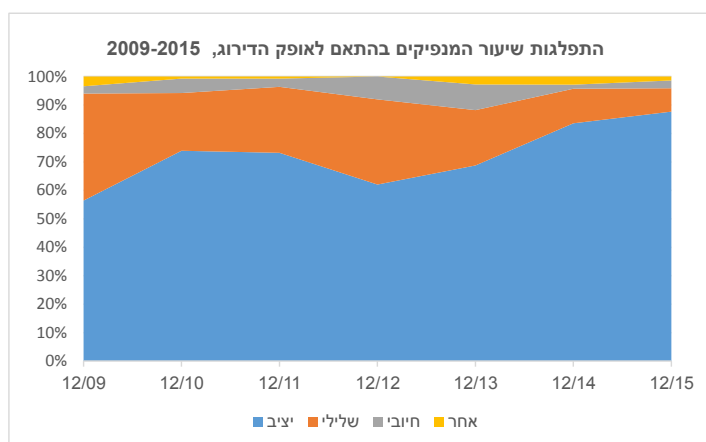
התפלגות אופק הדירוג ובחינת דירוג (Credit Review)

אופק הדירוג הינו הערכת מידרוג בדבר הכיוון הצפוי של הדירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק הדירוג נחלק ל-4 קטגוריות: חיובי, יציב, שלילי או נבנה. אופק דירוג יציב משקף צפי נמוך לשינוי דירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק חיובי, שלילי או נבנה משקפים סיכוי גבוה יותר לשינוי בטווח הזמן הבינוני.

כאשר דירוג מועבר לבחינת דירוג (Credit Review – CR), נבחנת אפשרות לשינוי הדירוג בטווח הזמן הקצר. בחינת הדירוג יכולה להתבצע להעלאת דירוג, להורדת דירוג ובמקרים מסויימים עם כיוון לא וודאי. סיום בחינת הדירוג יכולה להסתיים בהעלאת דירוג, הורדת דירוג או אישור הדירוג מחדש. דירוגים המצויים בבחינת דירוג לעתים מכונים דירוגים "ברשימת מעקב".

להלן התפלגות אופק הדירוג אשר הוצב למנפיקים בין השנים 2009-2015. קטגוריית אופק שלילי כוללת גם אופק שלילי ובחינת מעקב (CR) עם השלכות שליליות וקטגוריית "אחר" כוללת אופק נבנה ובחינת מעקב עם השלכות לא וודאיות.

התפלגות מנפיקים לפי כיוון אופק הדירוג (סוף תקופה) - נתוני מידרוג



מהנתונים עולה כי שיעור המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק יציב, עלה מכ-84% בסוף 2014 לכ-88% בסוף 2015. כמו כן, שיעור המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק דירוג שלילי ירד מכ-12% בסוף 2014 לכ-8% בסוף 2014. שיעור המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק חיובי עלה מכ-1% בסוף 2014 לכ-3% בסוף 2015.

להלן התפלגות שינויי הדירוג של מנפיקים בהתאם לכיוון האופק בטווח זמן של שנה:

שינוי דירוג - דצמבר 2015 לעומת דצמבר 2014					כיוון אופק או בחינת דירוג, דצמבר 2014
הפסקת					
פירעון	ללא שינוי דירוג	הורדות	העלאות		
6%	3%	77%	6%	8%	
0%	44%	33%	22%	0%	
0%	0%	0%	0%	100%	
13%	13%	13%	63%	0%	
50%	0%	0%	0%	50%	
50%	0%	50%	0%	0%	

מהטבלה עולה כי דירוגיהם של כ-77% מהמנפיקים, אשר לדירוגם הוצב אופק יציב, נכון לדצמבר 2014, נותר ללא שינוי, נכון לדצמבר 2015.

מבין המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק שלילי, נכון לדצמבר 2014 - דירוגם של כ-33% מהמנפיקים נותר ללא שינוי, דירוגם של כ-44% הופסק, דירוגם של כ-22% (0%) מהמנפיקים ירד (עלה). שינוי הדירוג הינם לדצמבר 2015 לעומת הדירוג בדצמבר 2014.

דירוגם של כל המנפיקים אשר הוצב להם אופק חיובי, נכון לדצמבר 2014 עלה, נכון לדצמבר 2015.

מבין המנפיקים אשר נכון לדצמבר 2014 היו בבחינת דירוג עם השלכות שליליות, דירוגם של כ-63% ירד, דירוגם של כ-13% נותר ללא שינוי ושל כ-26% נפרע ו/או הופסק, נכון לדצמבר 2015.

מבין המנפיקים אשר נכון לדצמבר 2014 היו בבחינת דירוג עם כיוון לא וודאי, דירוגם של כ-50% עלה וכ-50% נפרעו, נכון לדצמבר 2015.

מבין המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק דירוג נבנה, נכון לדצמבר 2014 - דירוגם של כ-50% נותר ללא שינוי וכ-50% נפרעו, נכון לדצמבר 2015.

יצוין כי מספר המנפיקים בבחינת דירוג עם כיוון לא וודאי, באופק נבנה ובאופק חיובי, לסוף 2014 הינו מצומצם יחסית, כ-6 מנפיקים.

מטריצות מעברים⁴

מידרוג מרכזת מידע על שינויי דירוג בשנים 2004-2015 וזאת על בסיס מסד נתונים אשר נצבר בהדרגה בשנות פעילותה. כל מנפיק נכלל במסד הנתונים בהתאם למספר השנים בהן דורג. לדוגמא, מנפיק שדורג משנת 2004 ועד לשנת 2015 נספר 11 פעמים במסד הנתונים. לכל שנה קלנדרית נכלל במסד הנתונים הדירוג האחרון של המנפיק. במידה והדירוג השתנה מספר

⁴ בחישוב מטריצת המעברים בוצעו העדכונים הבאים, לעומת החישוב בשנים קודמות: (1) תאריכי הכשל של שני דירוגים עודכנו כמפורט בסעיף אירועי כשל פירעון בהמשך דוח זה, באופן ששנת הכשל הינה שנה מוקדמת יותר ביחס להגדרה הקודמת במסד הנתונים וזאת בהתאם להגדרות כשל הפירעון של מידרוג. (2) התווסף אירוע כשל נוסף בשנת 2012, שלא נלקח בחשבון בפרסומי ביצועי הדירוג הקודמים. (3) חישוב עמודת ה-Default מבוצע ביחס למועד החתך של יתר מעברי הדירוג (סוף השנה הקלנדארית), להסבר מפורט הנכם מוזמנים לעיין בסעיף עמודת ה-Default שלהלן. (4) החזרת דירוגים למדגם מבוצעת בשנה העוקבת לאירוע כשל פירעון, ככל שקיים דירוג, ולא החזרה בו זמנית כנהוג עד כה. להסבר מפורט הנכם מוזמנים לעיין בסעיף עמודת ה-Default שלהלן. (5) עדכונים למסד הנתונים כמפורט בסעיף התפלגות הדירוגים.

פעמים במהלך שנה בודדת תצטרף למסד הנתונים רק התצפית האחרונה, המייצגת חתך של סוף השנה הקלנדרית. סך התצפיות בכל קבוצות הדירוג לנקודות החתך הרלוונטיות (לסוף השנים 2005-2014) הינו כ-1,107. בתוספת הפסקות דירוג, כשל פירעון וכן הדירוגים לסוף שנת 2015, סך התצפיות ששימשו לחישוב הנתונים (לרבות הפסקות דירוג וכשלי פירעון) לסוף השנים 2004-2015 הינו כ-1,341.⁵

לכל אחד מהמנפיקים הוצב במסד הנתונים דירוג מנפיק (יכולת פירעון כוללת). במקרים בהם לא קיים דירוג מנפיק, בוצע אומדן לדירוג המנפיק על בסיס הדירוג הקיים למכשירי החוב המדורגים של המנפיק. בתאגידים בנקאיים, הנתונים במטריצות המעברים כוללים את דירוג החוב הבכיר, קרי- פיקדונות ואג"ח ואינם כוללים דירוג מכשירי חוב אחרים. לגבי חברות הביטוח הנתונים במטריצות המעברים כוללים את דירוג האיתנות הפיננסית הכוללת (IFSR).

מטריצות מעברים תחום מימון תאגידי ומוסדות פיננסים, 2004-2015

מטריצת מעברים חד שנתית מצרפית (2004 - 2015):

Default	WR	C.il	Ca.il	Caa3.il	Caa2.il	Caa1.il	B3.il	B2.il	B1.il	Ba3.il	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	A1.il	Aa3.il	Aa2.il	Aa1.il	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	97%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	1%	94%
0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	6%	87%	1%	0%
0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	7%	86%	2%	0%	0%
0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	6%	11%	71%	5%	0%	0%
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	71%	7%	0%	0%	0%
2%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	2%	12%	66%	10%	1%	0%	0%	0%	0%
2%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	5%	11%	62%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	62%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	8%	58%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
45%	18%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	9%	18%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	67%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	67%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

מטריצת מעברים חד שנתית (2015):

Default	WR	C.il	Ca.il	Caa3.il	Caa2.il	Caa1.il	B3.il	B2.il	B1.il	Ba3.il	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	A1.il	Aa3.il	Aa2.il	Aa1.il	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	86%	0%
0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	78%	11%	0%
0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	95%	0%	0%	0%
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	88%	0%	0%	0%	0%
0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	59%	15%	0%	0%	0%	0%
5%	16%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	63%	5%	0%	0%	0%	0%
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	13%	56%	19%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	13%	38%	38%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

⁵ יצויין כי בשונה מפרסומי ביצועי הדירוג בשנים קודמות, ספירת התצפיות הינה ללא החזרת דירוגים שהינם בכשל פירעון למדגם, אלא בשנה העוקבת למועד הדוח. כמו כן, הפסקות הדירוג, פירעונות וכשלי פירעון נספרים רק בנקודת החתך הראשונה שלאחר אירועים אלו. על כן מספר התצפיות המוצג בפרסום זה נמוך יותר בהשוואה לפרסום הקודם.

להמחשה, משמעות הנתונים המופיעים בטבלת המעברים המצטברת הינה כי כ-86% מהדירוגים שדורגו Aa3.il נותרו על כנם בטווח של שנה, דירוגם של כ-2% עלה ל-Aa2.il, דירוגם של כ-7% ירד ל-A1.il ודירוגם של כ-2% ירד ל-A2.il וכן הלאה. נוסחאת חישוב שיעור המעברים מובאת בנספח 1 לדוח זה.

עמודת (WR) Withdrawn

עמודת WR מייצגת את המנפיקים אשר הופסק המעקב אחר דירוגם. הנסיבות העיקריות להפסקת המעקב הינן: השלמת פירעון כל סדרות החוב המדורגות, הסדר חוב/פשיטת רגל של המנפיק, קבלת מידע לא מספק/ לקוי, שאינו מאפשר הערכה יעילה של כושר האשראי, או בקשת מנפיק מחברת הדירוג להפסיק לדרג את התחייבויותיו. יציין, כי מדגם הדירוגים בקצה הנמוך של סולם הדירוג הינו מועט ומשקף בעיקר מעברי דירוג של חברות בכשל פירעון ואשר טרם סיימו את הסדר החוב, הפירוק וכו' ועל כן הפסקות דירוג בשיעור גבוה נובעות מסיום הדירוג עקב סיום הסדר החוב.

עמודת Default

בדומה לאמידת שיעור המעברים השנתי, עמודת ה-Default מייצגת את פרופורציית המנפיקים, שחל לגביהם בתקופת האמידה הרלוונטית אירוע כשל פירעון מסך המנפיקים ברמת הדירוג הנתונה לסוף השנה הקלנדארית הקודמת, ולאו דווקא ביחס לדירוג האחרון הקיים לפני אירוע הכשל. בפרסום טבלאות המעברים בגין שנת 2014, שיעור ה-Default נאמד ביחס לדירוג 12 חודשים לפני מועד הכשל.

להערכתנו, מעברי דירוג (לרבות למצב של כשל פירעון) ביחס לחתך דירוגים למועד אחיד (לסוף תקופה נתונה), משקף באופן ברור יותר, את שיעור הכשל מתוך קבוצת דירוג מסוימת ביחס למועד זה. מקרים בהם הגוף המדורג מבקש מחברת מידרוג להפסיק את הדירוג על רקע חוסר יכולת לעמוד בפירעון התחייבויות, נמדדו כאירוע של כשל פירעון ומצוינים בעמודת ה-Default.

בנוסף מעברי דירוג אחרים או הפסקות דירוג שאירעו למנפיק עם אירוע הכשל ואחריו, לא נלקחים בחשבון במטריצת המעברים, אלא החל מהשנה העוקבת למועד כשל הפירעון, ככל שקיים דירוג (זאת בשונה מאופן ההצגה במטריצות המעברים אשר פורסמו על ידי מידרוג בעבר).

להערכתנו, החזרת הדירוג למדגם בשנה העוקבת בלבד, מאפשרת הבנה ברורה יותר של עמודת ה-Default. בהקשר זה יציין, כי ההחזרה מבוצעת על מנת לבחון את מלוא ביצועי הדירוגים הפעילים (זאת בשונה מהחזרת הדירוג למדגם, ככל שקיים, רק לאחר שהחברה סיימה את הסדר החוב. גישה שאינה מיושמת במידרוג ולא יושמה בעבר).

יש לציין כי מדגם ה-Default הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. עוד יציין, כי מדגם הדירוגים בקצה הנמוך של סולם הדירוג הינו מועט ומשקף בעיקר מעברי דירוג של חברות בכשל פירעון ואשר טרם סיימו את הסדר החוב, הפירוק וכו'.

בנספח 2 להלן מוצגות מטריצת המעברים המצטברת השנתית לשנים 2004-2015 ולשנת 2015, טרם השינויים כמפורט בסעיף הגדרת עמודת ה-Default. יציין כי גם מטריצות מעברים אלו, אשר מוצגות בנספח לשם המחשת העדכון, מבוססות על הנתונים המעודכנים במסד הנתונים כפי שפורטו לעיל.

במהלך שנת 2015 נספר אירוע כשל פירעון אחד בקרב מנפיקים אשר דורגו על ידי מידרוג, וזאת בהתאם להגדרות כשל הפירעון של מידרוג. היקף החוב המדורג של המנפיק עמד על כ-385 מיליון ש"ח מיליארד ש"ח. מאז תחילת פעילותה של מידרוג, בשנת 2003 ונכון לדצמבר 2015, נספרו 19 אירועים של כשל פירעון בהיקף כולל של כ-16.5 מיליארד ש"ח. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל ב-12 החודשים שלפני אירוע הכשל עמד על Baa2.il. דירוגם של כ-68% מהמנפיקים בכשל פירעון היה באופק שלילי או בחינת דירוג עם השלכות שליליות, 12 חודשים לפני מועד הכשל.

להלן מידע לגבי מנפיקים שדורגו על ידי מידרוג וסווגו בכשל פירעון מאז תחילת פעילותה, כמדרגת סיכונים אשראי בישראל:

שם המנפיק	שנת דירוג ראשוני	שנת כשל בהתאם להגדרת מידרוג	ענף פעילות	סכום חוב מדורג (מיליון ש"ח)*	דירוג ראשוני	דירוג 12 חודשים לפני מועד הכשל
לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ	2006	2009	מסחר ושירותים	120	A3.il	A3.il
פרופיט תעשיות בניה בע"מ	2007	2009	נדל"ן ובינוי	205	Baa1.il	Baa1.il
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	2005	2009	נדל"ן ובינוי	7,000	Aa2.il	Aa2.il
מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ	2008	2010	נדל"ן ובינוי	95	A3.il	Baa2.il
אגרוסקו חברה ליצוא חלקאי בע"מ	2007	2011	מסחר ושירותים	144	A2.il	A2.il
אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ	2008	2011	נדל"ן ובינוי	220	A3.il	Baa2.il
פולאר השקעות בע"מ	2007	2011	נדל"ן ובינוי	88	A3.il	Ba1.il
אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן	2006	2011	אחזקות	959	A3.il	A3.il
סאני אלקטורניקה בע"מ	2010	2012	אחזקות	303	Baa2.il	Baa2.il
סקיילקס קורפוריישן בע"מ	2009	2012	אחזקות	1,800	A3.il	A3.il
Central European Estates NV	2007	2012	נדל"ן ובינוי	106	Baa1.il	Ba2.il
א.לוי השקעות ובנין בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	160	A3.il	Baa2.il
ב.ס.ר. אירופה בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	134	A3.il	Ba2.il
ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ	2007	2012	אחזקות	57	A2.il	Ba1.il
אלביט הדמיה בע"מ	2006	2013	נדל"ן ובינוי	2,306	A2.il	Baa1.il
מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ	2005	2013	אחזקות	1,486	Aa3.il	Baa2.il
לא מפורסם**	2007	2014	בתי השקעות	66	A3.il	Baa3.il
Mirland Development Corporation Plc	2008	2014	נדל"ן ובינוי	979	A3.il	Baa1.il
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	2010	2015	קמעונאות	385	A1.il	A3.il

*בסמך למועד כשל הפירעון. הסכומים עודכנו בהתאם לשינויים במועדי כשל הפירעון כמתואר לעיל.

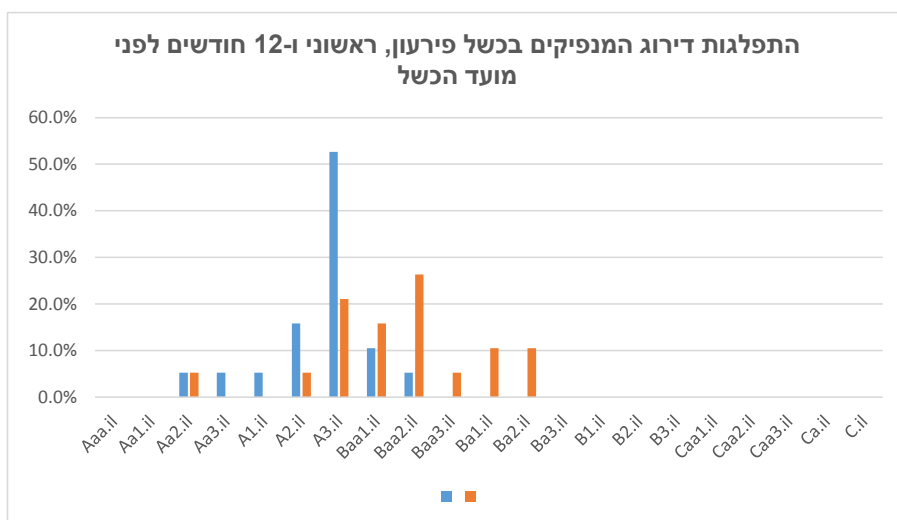
**כשל פירעון זה שוקם במלואו.

⁶ כהגדרת כשל פירעון במסמך "סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג" באתר מידרוג.

⁷ במסד נתוני כשל הפירעון בוצעו השינויים הבאים, השינויים פורטו גם בסעיפי הדוח הקודמים: (1) תאריכי הכשל של שני דירוגים עודכנו, באופן ששנת הכשל הינה שנה מוקדמת יותר ביחס להגדרה הקודמת במסד הנתונים וזאת בהתאם להגדרות כשל הפירעון של מידרוג. (2) התווסף אירוע כשל נוסף בשנת 2012, שלא נלקח בחשבון בפרסומי ביצועי הדירוג הקודמים.

⁸ כמפורסם בדוח הדירוג למועד הכשל.

בתרשים להלן מוצגת התפלגות דירוגי המנפיקים בכשל פירעון, 12 חודשים לפני מועד הכשל וכן הדירוג הראשוני של המנפיקים:



מדד הדיוק⁹

כוחו האורדינאלי של דירוג משקף את היותו סולם סדר יחסי, לפיו התחייבויות בדירוגים גבוהים יותר אמורות לשקף כושר החזר אשראי טוב יותר מהתחייבויות בדירוגים נמוכים. מידרוג משתמשת במדד "המיקום הממוצע" (AP-Average Position) כמדד עיקרי לצורך בחינת דיוק הדירוג. המדד בוחן את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוג (AP) - נע בטווח שבין 0 ל-1. המדד נותן מענה לשאלה: מהו מיקומם של מנפיקים שחוו אירועי כשל בהתפלגות הדירוגים, יחסית ליתר המנפיקים. מערכת דירוג מושלמת תציג AP קרוב ל-100%, שמשמעותו כי המנפיקים שכשלו דורגו כולם באחוזון התחתון של התפלגות הדירוגים וזאת לפחות שנה לפני מועד הכשל ומעיד על קשר מושלם בין הדירוג לבין ההסתברות לכשל פירעון. מערכת דירוג אקראית תציג AP באזור ה-50% ואילו מערכת דירוג בעלת מתאם שלילי חזק לאירועי כשל תציג AP קרוב ל-0%. בטבלה להלן מוצג מדד הדיוק על בסיס הדירוג 12 חודשים טרם מועד הכשל. בנוסף אנו מציגים את מדד הדיוק, מותאם אופק, המשקלל גם אופק דירוג שלילי או בחינת דירוג עם השלכות שליליות, ב-12 החודשים שלפני הכשל. כאמור כ-63% מדירוגי המנפיקים בכשל פירעון, היו באופק שלילי או בחינת דירוג עם השלכות שליליות, 12 חודשים לפני מועד הכשל (וגם לסוף השנה הקלנדארית הקודמת לשנת הכשל) ולכן מדד הדיוק המשקלל גם נתון זה הינו גבוה יותר. ניתן לראות כי כוחם האורדינאלי של דירוגי מידרוג טוב יחסית, כפי שמשתקף במדד הדיוק בשנים האחרונות. יש לציין כי המספר המועט של אירועי כשל עלול ליצור הטיה במדד הדיוק.

להלן טבלה המציגה את מדד הדיוק, מדד הדיוק המותאם ושיעור כשל הפירעון בין השנים 2009-2015:

שנה	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
מדד הדיוק (AP)	60%	94%	81%	91%	82%	85%	68%
מדד הדיוק (AP) מותאם אופק	68%	99%	84%	91%	89%	86%	68%
שיעור כשל פירעון (%)	2.7%	0.9%	2.9%	4.3%	1.4%	1.4%	0.7%

9 מתודולוגית חישוב מדד הדיוק מובאת בנספח 3.



* שיעור כשל הפירעון מוגדר כיחס שבין מספר המנפיקים שעברו אירוע כשל פירעון, בהתאם להגדרות מידרוג, במהלך השנה לבין מספר המנפיקים המדורגים בתחילת התקופה.

** יצוין כי התפלגות כלל המנפיקים הינה ההתפלגות לסוף התקופה הקודמת לכשל (כלומר לתחילת כל שנה קלאנדרית).

*** חישוב מדדי הדיוק מושפע מהשינויים במועדי הכשל כפי שפורטו בסעיף כשל פירעון לעיל.

דוחות קשורים

- [לסיכום ביצועי הדירוגים לשנים 2009-2014, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)
- [לסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)

נספח 1 - מתודולוגיה לחישוב מטריצות המעברים

מידרוג מקבצת את המנפיקים לקבוצות דירוג לפי הדירוג האחרון שלהם ולתקופת הזמן הרלוונטית T^{10} . שיעור המעברים השולי הינו ההסתברות שמנפיק "ששרד" ברמת דירוג מסוימת עד לתחילת התקופה T יעבור לרמת דירוג אחרת (יעלה, או ירד) עד לסוף אותה תקופה. שיעור המעברים המצטבר הינו ההסתברות למעבר בין רמות הדירוג מזמן הקמת קבוצת הדירוג ועד לסוף התקופה T . מבחינה מתמטית, שיעור המעברים השולי לתקופת הזמן T עבור קבוצת דירוג, שנוצרה בזמן y בדירוג z מוגדרת כפרופורציה שבין מספר החברות $x(t)$ שעברו מקבוצת דירוג מסוימת לקבוצה אחרת במהלך טווח הזמן T חלקי סך המנפיקים באותה קבוצת דירוג לתחילת תקופת הזמן t .

$$\text{Marginal migration rate from } z(t) = \frac{Xy(t)}{ny(t)}$$

¹⁰ תקופת הזמן הרלוונטית הינה שנה כמפורסם בדוח זה.

נספח 2 - מטריצות מעברים טרם העדכונים בעמודת ה-Default

המטריצות להלן מוצגות לשם המחשת העדכון, כמפורט בסעיף הגדרת עמודת ה-Default לעיל במסמך זה ומבוססות על הנתונים המעודכנים במסד הנתונים כפי שפורטו לעיל במסמך זה.

מטריצת מעברים חד שנתית מצרפית (2004 - 2015):

Default	WR	C.il	Ca.il	Caa3.il	Caa2.il	Caa1.il	B3.il	B2.il	B1.il	Ba3.il	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	A1.il	Aa3.il	Aa2.il	Aa1.il	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	97%	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	94%	1%	Aa1.il
1%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	6%	86%	1%	Aa2.il
0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	7%	86%	2%	0%	Aa3.il
0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	6%	11%	71%	5%	0%	A1.il
0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	71%	7%	0%	0%	A2.il
2%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	11%	65%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	A3.il
3%	5%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	3%	5%	10%	61%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa1.il
8%	6%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	5%	5%	59%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa2.il
4%	15%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	8%	8%	58%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa3.il
15%	31%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	8%	8%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba1.il
29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	29%	0%	0%	14%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba2.il
0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba3.il
0%	60%	0%	0%	0%	0%	0%	20%	0%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B1.il
0%	50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B2.il
0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B3.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa1.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa2.il
0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa3.il
0%	75%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ca.il
0%	50%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	C.il

מטריצת מעברים חד שנתית (2015):

Default	WR	C.il	Ca.il	Caa3.il	Caa2.il	Caa1.il	B3.il	B2.il	B1.il	Ba3.il	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	A1.il	Aa3.il	Aa2.il	Aa1.il	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	Aaa.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	86%	0%	Aa1.il
0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	78%	11%	Aa2.il
0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	95%	0%	0%	Aa3.il
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	88%	0%	0%	0%	A1.il
0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	59%	15%	0%	0%	0%	A2.il
5%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	60%	5%	0%	0%	0%	0%	A3.il
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	13%	56%	19%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa1.il
0%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	13%	38%	38%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa2.il
0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa3.il
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba1.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba2.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba3.il
0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B1.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B2.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B3.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa1.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa2.il
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa3.il
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ca.il
0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	C.il

מיקום ממוצע (AP)

מיקומו של דירוג (שעבר אירוע כשל, או שלא) בקבוצת דירוגים¹¹, הינו כשיעור הדירוגים בקבוצת הדירוגים בעלי דירוג גבוה ממנו, בתוספת חצי משטחה של קטגוריית הדירוג בה הוא מצוי.

לדוגמא - אם 5% מהדירוגים דורגו Aaa.il, 6% דורגו Aa1.il ו- 7% דורגו Aa2.il, אז:

1. לדירוג של Aaa.il יש מיקום של $5\%/2 = 2.5\%$.
2. לדירוג של Aa1.il יש מיקום של $5\% + (6\%/2) = 8\%$.
3. לדירוג של Aa2.il יש מיקום של $5\% + 6\% + (7\%/2) = 14.5\%$.

המיקום הממוצע הינו חישוב של מיקומם הממוצע של דירוגים שעברו כשל פירעון/חוב פגום וזאת לנקודת זמן נתונה טרם כשל הפירעון/החוב הפגום (12 חודשים לפני מועד הכשל או הפיכת החוב לפגום, בהתאם לעניין). מדד זה משקף את כוחו האורדינאלי של הדירוג.

מערכת דירוג חזקה תציג AP קרוב ל-100%, שמשמעותו כי הדירוגים בהם נרשם אירוע כשל פירעון, דורגו כולם באחוזון התחתון של התפלגות הדירוגים וזאת לפחות 12 חודשים לפני מועד הכשל ומעיד על קשר חזק מאוד בין הדירוג לבין כשל הפירעון. מערכת דירוג אקראית תציג AP באזור ה-50% ואילו מערכת דירוג בעלת מתאם שלילי חזק לאירועי כשל תציג AP קרוב ל-0%. נציין כי לא ניתן להשיג AP של 100%, או 0%, זאת בשל חלקם (שטחם בהתפלגות) של אירועי הכשל בהתפלגות ולכן יש צורך לתקן את ה-AP עבורם. לדוגמא, נניח כי D - מייצג את שיעור הדירוגים שחוו אירוע כשל פירעון בהתפלגות.

- ה-AP המקסימאלי האפשרי הוא D/2 - 100%, אשר יתקבל כאשר כל הדירוגים בהם נרשם כשל פירעון מדורגים בדירוג זהה וכל הדירוגים בהם לא נרשם אירוע כשל פירעון מדורגים מעל דירוג זה.
- באופן דומה ה-AP המינימאלי האפשרי הוא D/2, כאשר כל הדירוגים אשר אירע בהם אירוע כשל פירעון מדורגים בדירוג זהה והוא גבוה משל כל שאר הדירוגים שלא אירע בהם כשל פירעון.

על מנת לתקן את ה-AP אנו מגדירים AP* מותאם (לעיל ולהלן: "מדד הדיוק" או "Average Position - AP") כדלקמן:

$$AP^* = (AP - 50\%) / (100\% - D) + 50\%$$

התאמה זו מאפשרת ל-AP* לקבל ערכים של 0% או 100%.

בנוסף נציין כי ניתן לגלם את המידע הניתן באופק חיובי/שלילי ורשימות מעקב עם השלכות חיוביות/ שליליות ולהציג מדד AP מתואם בניגוד. חשוב לציין כי מדד ה-AP או כל מדד יחיד אחר, אינו מסביר לבדו את מידת הדיוק שמגלמות מערכות דירוג שונות בנקודת חתר מסוימת. כמו כן, מיעוט מקרי כשל ו/או מיעוט תצפיות בקבוצת דירוג מסוימת עלול להטות את התוצאות.

¹¹ בהתאם להגדרת הדירוג לצורך החישוב: מנפיק, סדרה וכו'.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

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

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבטחה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק מהתודלוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהתודלוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או



רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי's Moody's (להלן: "מודי's"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.