



התפלגות הדירוגים, מעברי דירוג וכשלי פירעון-

סיכום שנת 2014 ומצטבר

דוח מיוחד | פברואר 2015

1

אנשי קשר:

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה, קצינת אשראי ראשית

Avigail.k@midroog.co.il

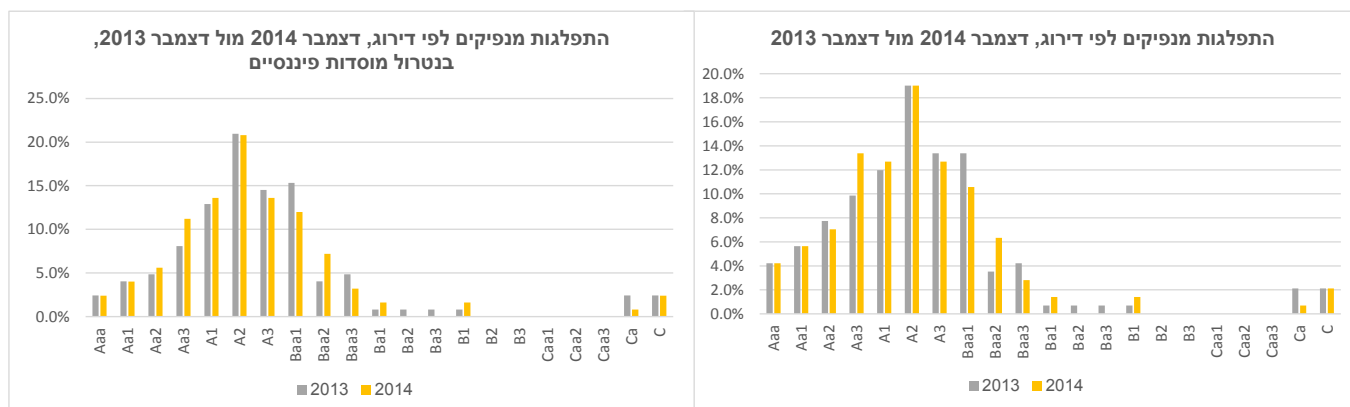
מטרת דוח זה הינה להציג את ביצועי הדירוג של מידרוג בשנת 2014 ובמצטבר מאז תחילת פעילותה כחברה מדרגת. הדוח כולל את שיעורי מעברי הדירוגים (מטריצות מעברים) ברמה השנתית והמצטברת בבחינה שנתית, את השינוי בהתפלגות הדירוגים ואופק הדירוג וכן את אירועי כשל הפירעון בקרב המנפיקים שמדרגת מידרוג. בנוסף, מוצג מדד לבדיקת דיוק הדירוג, אשר משקף את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוגי (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 שינוי הדירוג ומדדי דיוק הדירוג כחלק ממדיניות שמירת השקיפות כלפי המשקיעים. להערכת מידרוג, הצגת מטריצות המעברים עשויה לסייע למשקיעים ולמנהלי סיכונים להעריך ולנהל בצורה מושכלת יותר את סיכוני האשראי ולתמחר אג"ח. 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. 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 2014 מידרוג דירגה כ-143 מנפיקים². הדירוג החציוני של המנפיקים המדורגים במידרוג הינו A2, בדומה לשנים קודמות. כ-90% מן הדירוגים נעים בין קבוצת ה-Aa לקבוצת ה-Baa. להלן תרשימים המתארים את התפלגות המנפיקים בהתאם לדירוג. בתרשים הימני התפלגות דירוגי המנפיקים לסוף שנת 2014 בהשוואה לסוף שנת 2013. בתרשים השמאלי, התפלגות דירוגי המנפיקים בשנים אלו, בנטרול מוסדות פיננסיים:



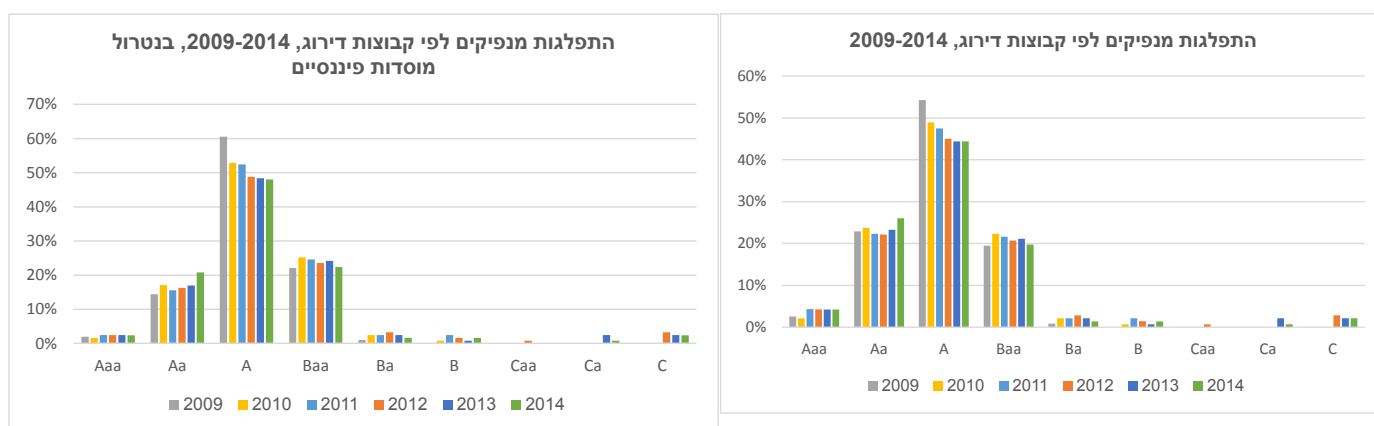
¹ מתודולוגית חישוב מדד הדיוק מובאת בדוח מדידת ביצועי דירוג חוב - דוח מיוחד, מרץ 2014.

² ללא דירוגי פרויקטים, מימון מובנה ומכשירים פיננסיים.

נכון לדצמבר 2014, שיעור המנפיקים בדירוג Aaa עמד על כ-4% מסך המנפיקים שדורגו על ידי מידרוג באותו מועד וזאת בדומה לדצמבר 2013 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-2.4%). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-Aa עלה מכ-23%, בסוף 2013 לכ-26%, בסוף 2014 (בנטרול מוסדות פיננסיים: מכ-17% לכ-21%, בהתאמה). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-A, לסוף 2014 עמד על כ-44%, ללא שינוי ביחס לסוף 2013 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-48% בשנים 2013 ו-2014). שיעור המנפיקים בקבוצת ה-Baa ירד מכ-21% בדצמבר 2013 לכ-20% בדצמבר 2014 (בנטרול מוסדות פיננסיים: ירד מכ-24% לכ-22%, בהתאמה). שיעור המנפיקים המדורגים בדירוג Ba ומטה ירד מכ-7% בדצמבר 2013 לכ-5.6% בדצמבר 2014 (בנטרול מוסדות פיננסיים: מ-8.1% ל-6.4%, בהתאמה).

להלן תרשימים המתארים את התפלגות הדירוגים בחלוקה לקבוצות דירוג, בתרשים הימני התפלגות דירוגי המנפיקים בין השנים 2009-2014. 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. הירידה בשיעור הדירוגים בקבוצת ה-A בין השנים 2009-2011, התמתנה ושיעור הדירוג בקבוצה זו יציב בשנתיים האחרונות. שיעור הדירוגים בקבוצות ה-Baa-Ba נמצא במגמת ירידה החל משנת 2012 לעומת עליה בדירוג בדירוגי ה-Ca-C. פירוט בדבר מעברי הדירוג בין הקטגוריות מוצג במטריצת המעברים של מידרוג בהמשך דוח זה.

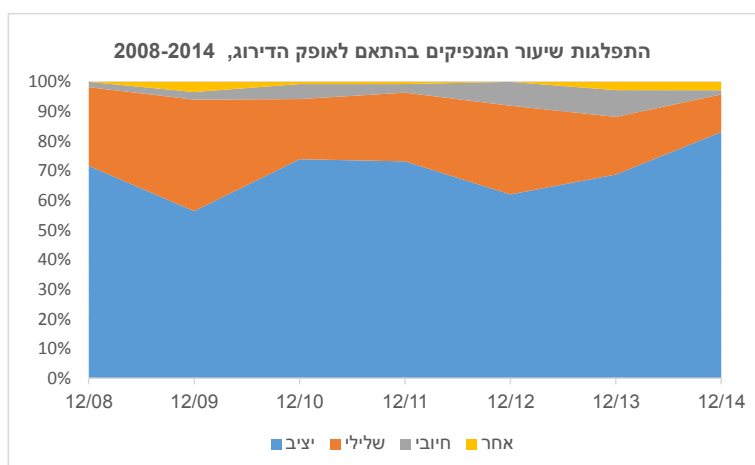
התפלגות אופק הדירוג ובחינת דירוג (Credit Review)

אופק הדירוג הינו הערכת מידרוג בדבר כיוון 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 מסוימים עם כיוון לא וודאי. סיום בחינת הדירוג יכולה להסתיים בהעלאת דירוג, הורדת דירוג או אישור הדירוג. דירוגים המצויים בבחינת דירוג לעתים מכונים דירוגים "ברשימת מעקב".

להלן התפלגות אופק הדירוג אשר הוצב למנפיקים בין השנים 2008-2014. 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-69% בסוף 2013 לכ-83% בסוף 2014. כמו כן, שיעור המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק דירוג שלילי (חיובי) ירד מכ-19% בסוף 2013 לכ-13% בסוף 2014 (מכ-9% לכ-1%).

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

שינוי דירוג - דצמבר 2014 לעומת דצמבר 2013					כיוון אופק או בחינת דירוג, דצמבר 2013
פירעון	הפסקת	ללא שינוי	הורדות	העלאות	
1%	0%	83%	5%	11%	יציב
0%	27%	55%	14%	5%	שלילי
8%	0%	23%	0%	69%	חיובי
0%	0%	0%	100%	0%	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
0%	100%	0%	0%	0%	בחינת דירוג עם כיוון לא וודאי או השלכות חיוביות
0%	0%	100%	0%	0%	נבנה

מהטבלה עולה כי דירוגיהם של כ-83% מהמנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק יציב, נכון לדצמבר 2013, נותר ללא שינוי נכון לדצמבר 2014.

מבין המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק שלילי, נכון לדצמבר 2013 - דירוגם של כ-54.5% מהמנפיקים נותר ללא שינוי, דירוגם של כ-27% הופסק, דירוגם של כ-14% (4.5%) מהמנפיקים ירד (עלה). שינוי הדירוג הינם לדצמבר 2014 לעומת הדירוג בדצמבר 2013.

מבין המנפיקים אשר לדירוגם הוצב אופק חיובי, נכון לדצמבר 2013 - דירוגם של כ-69% מהמנפיקים עלה, נכון לדצמבר 2014. דירוגם של כ-23% נותר ללא שינוי, ושל כ-8% הופסק. שינוי הדירוג הינם לדצמבר 2014 לעומת הדירוג בדצמבר 2013.

דירוגם של כל המנפיקים אשר נכון לדצמבר 2013 היו בבחינת דירוג עם השלכות שליליות, ירד, נכון לסוף דצמבר 2014. דירוגם של כל המנפיקים אשר נכון לדצמבר 2013 היו בבחינת דירוג עם כיוון לא וודאי או השלכות חיוביות - הופסק נכון לדצמבר 2014.

יצוין כי מספר המנפיקים בבחינת דירוג ובאופק נבנה לסוף 2013 הינו מצומצם יחסית, כ-7 מנפיקים.

מטריצות מעברים

מידרוג מרכזת מידע על שינויי דירוג בשנים 2004-2014 וזאת על בסיס מאגר אשר נצבר בהדרגה בשנות פעילותה. כל מנפיק נכלל במסד הנתונים בהתאם למספר השנים בהן דורג. לדוגמא, מנפיק שדורג משנת 2004 ועד לשנת 2014 נספר 10 פעמים במסד הנתונים. לכל שנה קלנדרית נכלל במסד הנתונים הדירוג האחרון של המנפיק. במידה והדירוג השתנה מספר פעמים במהלך שנה בודדת תצטרף למסד הנתונים רק התצפית האחרונה, המייצגת חתך של סוף השנה הקלנדרית. מסד הנתונים כולל בסה"כ כ- 1,374 תצפיות.

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 תאגידים ומוסדות פיננסיים, תקופת המדגם 2004-2014

מטריצת נדידה חד שנתית מצרפית (2004 - 2014):

Default	WR	C	Ca	Caa3	Caa2	Caa1	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3	A2	A1	Aa3	Aa2	Aa1	Aaa
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%	3%	96%	1%
1%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	7%	87%	0%	0%
0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	85%	3%	0%	0%
0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	5%	13%	70%	6%	0%	0%
1%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	10%	73%	5%	0%	0%	0%	0%
1%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	2%	12%	66%	10%	1%	0%	0%	0%	0%
4%	5%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	3%	6%	10%	60%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
9%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	5%	4%	60%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5%	10%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	10%	10%	52%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
10%	20%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%	10%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	33%	0%	0%	0%	17%	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%
25%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	50%	0%	50%	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%	100%	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%	29%	71%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

מטריצת נדידה חד שנתית (2014):

Default	WR	C	Ca	Caa3	Caa2	Caa1	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3	A2	A1	Aa3	Aa2	Aa1	Aaa
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%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	91%	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%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	71%	24%	0%	0%	0%
0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	70%	19%	0%	0%	0%	0%
0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	11%	53%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	15%	45%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	60%	40%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
14%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	29%	14%	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%	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%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
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%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%



להמחשה, משמעות הנתונים המופיעים בטבלת הנדידה המצטברת היא כי ההסתברות שדירוג של מנפיק אשר דורג Aa3 יוותר על כנו בטווח של שנה הינה 85%, ההסתברות שהדירוג יעלה ל-Aa2 עומדת על 3%, ההסתברות שהדירוג ירד ל-A1 עומדת על 8% וההסתברות שהדירוג ירד ל-A2 עומדת על 2% וכן הלאה. נוסחאת חישוב שיעור הנדידה מובאת בנספח לדוח זה.

עמודת Withdrawn (WR)

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.

עמודת Default

בדומה לאמידת שיעור הנדידה השנתי, עמודת ה-Default מייצגת את פרופורציית המנפיקים, שחל לגביהם בתקופת האמידה הרלוונטית אירוע כשל פירעון מסך המנפיקים ברמת הדירוג הנתונה. מקרים בהם הגוף המדורג מבקש מחברת מידרוג להפסיק את הדירוג על רקע חוסר יכולת לעמוד בפירעון התחייבויות, נמדדו כאירוע של כשל פירעון ומצוינים גם בעמודת ה-Default (בנוסף למעברי דירוג אחרים או הפסקות דירוג שאירעו למנפיק עם אירוע הכשל ואחריו). יש לציין כי מדגם ה-Default הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. כמו כן מידרוג אומדת את ה-Default ביחס לדירוג 12 חודשים לפני מועד הכשל ולא דווקא ביחס לדירוג האחרון הרלוונטי לפני אירוע הכשל.

אירועי כשל פירעון³

במהלך שנת 2014 נספרו שני אירועי כשל פירעון בקרב מנפיקים אשר דורגו על ידי מידרוג, וזאת בהתאם להגדרות כשל הפירעון של מידרוג. היקף החוב המדורג של מנפיקים אלו עמד על כ-1 מיליארד ₪ במועד הכשל. מאז תחילת פעילותה של מידרוג, בשנת 2003 ונכון לדצמבר 2014, נספרו 17 אירועים של כשל פירעון בהיקף כולל של כ-14 מיליארד ₪. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל ב-12 החודשים שלפני אירוע הכשל עמד על Baa2. דירוגם של כ-75% 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 סיכוני אשראי בישראל:

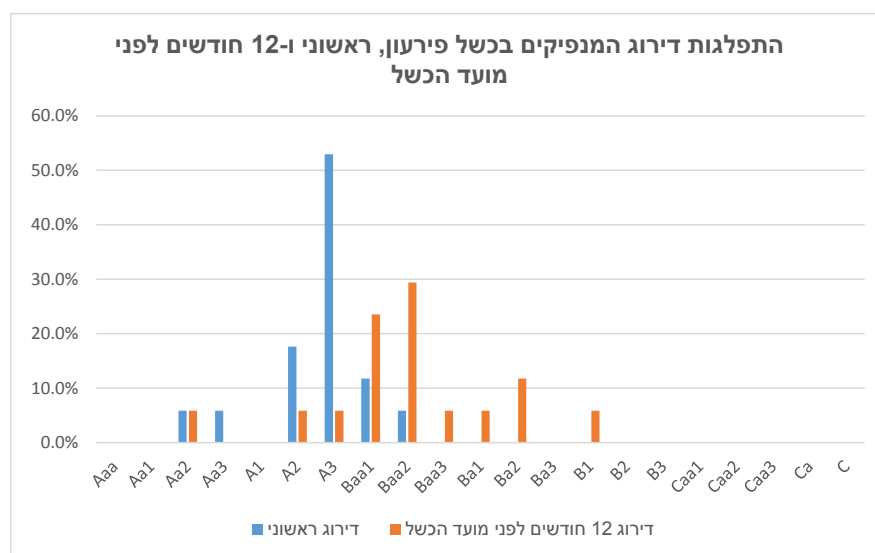
³ הגדרת כשל פירעון של מידרוג בדוח: "[הגדרות כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידי](#)", פברואר 2009.

שם המנפיק	שנת דירוג ראשוני	שנת כשל בהתאם להגדרת מידרוג	ענף פעילות	סכום חוב מדורג (מיליוני ₪)*	דירוג ראשוני הכשל	דירוג ראשוני לפני מועד	דירוג 12 חודשים
לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ	2006	2009	מסחר ושירותים	120	A3	A3	
פרופיט תעשיות בניה בע"מ	2007	2009	נדל"ן ובינוי	205	Baa1	Baa1	
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	2005	2009	נדל"ן ובינוי	7000	Aa2	Aa2	
מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ	2008	2010	נדל"ן ובינוי	92	Baa2	A3	
אגרסקו חברה ליצוא חלקאי בע"מ	2007	2011	מסחר ושירותים	144	A2	A2	
אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ	2008	2011	נדל"ן ובינוי	220	Baa2	A3	
סאני אלקטרוניקה בע"מ	2010	2012	אחזקות	240	Baa2	Baa2	
Central European Estates NV	2007	2012	נדל"ן ובינוי	106	Ba2	Baa1	
א.לוי השקעות ובנין בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	160	Baa2	A3	
ב.ס.ר. אירופה בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	134	Ba2	A3	
פולאר השקעות בע"מ	2007	2012	נדל"ן ובינוי	90	B1	A3	
ישראל אמלט השקעות (1993) בע"מ	2007	2012	אחזקות	57	Ba1	A2	
אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן	2006	2012	אחזקות	800	Baa1	A3	
אליבט הדמיה בע"מ	2006	2013	נדל"ן ובינוי	2306	Baa1	A2	
מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ	2005	2013	אחזקות	1486	Baa2	Aa3	
פנומנל החזקות בע"מ ופנומנל החזקות החדשה בע"מ**	2007	2014	בתי השקעות	66	Baa3	A3	
Mirland Development Corporation Plc	2008	2014	נדל"ן ובינוי	979	Baa1	A3	

*בסמך למועד כשל הפירעון.

**חברות אחיות בניהול ובעלות זהה וכן בעלות בנכס בסיס זהה בשיעורים דומים.

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



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-75% מדירוגי המנפיקים בכשל פירעון, היו באופק שלילי או בחינת דירוג עם השלכות שליליות, 12 חודשים לפני מועד 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 2009-2014:

שנה	2009	2010	2011	2012	2013	2014
מדד הדיוק (AP)	60%	94%	69%	93%	82%	85%
מדד הדיוק (AP) מותאם אופק	68%	99%	71%	96%	89%	86%
שיעור כשל פירעון (%)	2.6%	0.8%	1.4%	4.8%	1.4%	1.4%

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

** שיטת חישוב המדד שונתה ביחס לפרסום בשנת 2014, באופן שחישוב המיקום הממוצע בוצע ביחס להתפלגות המנפיקים בתחילת השנה (חלף ההתפלגות בסוף השנה).

דוחות קשורים

- [שיעורי נדידת דירוגים והסתברות לכשל פירעון - סיכום שנת 2013 ומצטבר, מרץ 2014](#)
- [מדידת ביצועי דירוג חוב - דוח מיוחד, מרץ 2014](#)
- [שיעורי נדידת דירוגים והסתברות לכשל פירעון - סיכום שנת 2012 ומצטבר, ינואר 2013](#)
- [משמעות אופק הדירוג וסטאטוס הדירוג כמנבא שינוי בדירוגים אשראי - דוח מיוחד, מאי 2012](#)
- [הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידים - דוח מיוחד, פברואר 2009](#)

4 מתודולוגית חישוב מדד הדיוק מובאת בדוח [מדידת ביצועי דירוג חוב - דוח מיוחד, מרץ 2014](#).

נספח - מתודולוגיה לחישוב מטריצות המעברים

מידרוג מקבצת את המנפיקים לקבוצות דירוג לפי הדירוג האחרון שלהם ולתקופת הזמן הרלוונטית (T). שיעור הנדידה השולי הינו ההסתברות שמנפיק "ששרד" ברמת דירוג מסוימת עד לתחילת התקופה T יעבור לרמת דירוג אחרת (יעלה, או ירד) עד לסוף אותה תקופה. שיעור הנדידה המצטבר הינו ההסתברות למעבר בין רמות הדירוג מזמן הקמת קבוצות הדירוג ועד לסוף התקופה T. מבחינה מתמטית, שיעור הנדידה 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 n(t).

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



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"). 2015.

מסמך זה, לרבות פסקה 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.

ככל שקיים מידע עובדתי המפורט במסמך זה ושעליו מידרוג הסתמכה (להלן: "המידע"), הרי שהוא נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, עדכניים ומדויקים.

מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה.

האמור במסמך זה הינו בגדר סקירה כללית, אינו מיועד לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתה.

אין באמור בו כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור במסמך ולשנות את עמדתה לגבי האמור בו בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור במסמך כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא.

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. 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.