

פעילות הדירוג, נדידת דירוגים וכשלי פירעון- סיכום שנת 2013 ומצטבר

דוח מיוחד | מרץ 2014

1

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

תקציר

תוכן העניינים:

2	תקציר
2	ממצאים עיקריים
4	מטריצות מעברים
6	התפלגות הדירוגים
7	אופק הדירוג
8	כשלי פירעון
9	דיוק הדירוג
10	מילון מונחים

מטרת דוח זה הינה לרכז את סטטיסטיקת פעילות הדירוגים של מידרוג בשנת 2013 ובמצטבר מאז תחילת פעילותה כחברה מדרגת. הדוח מציג את שיעורי נדידת הדירוגים (מטריצות מעברים - Migration Tables) השנתית והמצטברת בבחינה שנתית, את השינוי בהתפלגות הדירוגים ואופק הדירוג וכן את אירועי כשל הפירעון (Default) בקרב המנפיקים שמדרגת מידרוג. בנוסף, מציג הדוח לראשונה מדד לבדיקת דיוק הדירוג, אשר משקף את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוג¹ (AP - 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 "תקינים".

מידרוג מרכזת ומפרסמת את שינויי 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 הקורפורייט, מוסדות פיננסיים וחברות ממשלתיות. הנתונים אינם כוללים את תחום המימון המובנה ואת תחום מימון הפרויקטים.

בחלק הראשון נציג את מטריצות המעברים והמתודולוגיה הנלווית לה. בחלק השני מוצגת התפלגות הדירוגים והשינויים בה. בחלק שלישי מוצגת התפלגות אופק הדירוג וההתפתחויות בה. בחלק רביעי מרוכזים הנתונים על כשלי הפירעון ובחלק החמישי מוצגים נתונים על מדד דיוק הדירוג. מילון מונחים מרכזיים מצורף בסוף הדוח.

ממצאים עיקריים

- במהלך שנת 2013 שני מנפיקים המדורגים ע"י מידרוג סווגו על ידינו בכשל פירעון לפי הגדרותיה של מידרוג², בהיקף חוב מדורג מצרפי של כ-3.8 מיליארד ש"ח, זאת לעומת שבעה מנפיקים בשנת 2012, בהיקף חוב מדורג מצרפי של כ-1.6 מיליארד ש"ח ו-2 מנפיקים בשנת 2011 בהיקף של כ-0.4 מיליארד ש"ח. שיעור כשל הפירעון מבין המנפיקים בשנת 2013 עמד על כ-1.4% לעומת כ-4.8% בשנת 2012 וכ-1.4% בשנת 2011.
- מבין המנפיקים שדירגה מידרוג בתחילת שנת 2013, 119 מנפיקים (כ-84%) נותרו ללא שינוי בדירוג עד לסוף 2013, 10 מנפיקים (כ-8%), דירוגם הורד ו-11 מנפיקים נוספים (כ-8%), דירוגם הועלה. בשנת 2013 הציבה מידרוג אופק דירוג חיובי ל-7 מנפיקים ואופק דירוג שלילי ל-5 מנפיקים נוספים.
- הדירוג החציוני של המנפיקים שדורגו על ידינו בדצמבר 2013 עמד A2, ללא שינוי מדצמבר 2012. בהשוואה של התפלגות הדירוגים בסוף שנת 2013 לעומת סוף שנת 2012 ניתן להבחין בעלייה בשיעור המנפיקים ברמת דירוג A2 כנגד ירידה בעיקר ברמת דירוג A3 וכן עלייה מסוימת בשיעור המנפיקים בדירוג A1.
- שיעור המנפיקים שנשא אופק דירוג יציב עמד בסוף שנת 2013 על כ-69% מסך המנפיקים לעומת כ-62% בסוף שנת 2012. במקביל, שיעור המנפיקים בעלי אופק דירוג שלילי ו/או מנפיקים בבחינת דירוג עם השלכות שליליות ירד מ-30% ל-19%. העלייה בשיעור המנפיקים בעלי אופק דירוג יציב בשנת 2013 נבעה בעיקר מייצוב אופק דירוג של מנפיקים

¹ ראה דוח מיוחד על מדידת ביצועי הדירוג ממרץ 2014 באתר מידרוג.

² רשימה מלאה של החברות המדורגות ע"י מידרוג אשר סווגו בכשל פירעון מופיעה בסוף הדוח.



במהלך השנה לצד ירידה במספר המנפיקים שהוצב להם אופק דירוג שלילי. מגמה זו מבטאת בעיקר עלייה בגמישות הפיננסית ובנזילות של מנפיקים במהלך שנת 2013, בין השאר הודות לשיפור בתנאי שוק ההון. כמו כן בחלק מהמקרים מבטא ייצוב הדירוג שיפור בביצועים העסקיים.

- שיעורי הנדידה השנתיים המצטברים לשימור הדירוג, בין השנים 2004-2013, מתפלגים כדלקמן: קבוצת ה-Aa - Aaa בטווח שבין 80%-96%; קבוצת ה-A בטווח שבין 67%-76%; קבוצת ה-Baa בטווח שבין 60%-70%. נתון זה עקבי עם סולם הסדר של הדירוג ואיכות האשראי היחסית.
- מדד המיקום הממוצע (AP)³ לבחינת כוחו האורדינאלי של הדירוג עמד בשנת 2013 עד יחס טוב יחסית של 84% (כ-91% בשקלול גם של את אופק הדירוג) ובממוצע חמש שנתי עמד על 83% (86%). מערכת דירוג מושלמת תציג AP קרוב ל-100%, שמשמעותו היא כי המנפיקים שכשלו דורגו כולם באחוזון התחתון של התפלגות הדירוגים לפני מועד הכשל ומעיד על קשר חזק מאוד בין הדירוג לבין ההסתברות לכשל פירעון.

³ להסבר מפורט לגבי מדד ה-AP כמו גם מדדים אחרים לבדיקת איכות הדירוג ראה דוח מיוחד: מדידת ביצועי דירוגי חוב, מרץ 2014 באתר מידרוג.

מטריצות מעברים

מטריצות מעברים תאגידים ומוסדות פיננסים, תקופת המדגם 2004-2013

מטריצת נדידה חד שנתית מצרפית (2004 - 2013):

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%	4%	0%	96%	Aaa
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	95%	2%	Aa1
0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	8%	87%	0%	0%	Aa2
0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	9%	82%	3%	0%	0%	Aa3
0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	6%	16%	70%	3%	0%	0%	0%	A1
1%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%	11%	76%	3%	0%	0%	0%	0%	A2
1%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	2%	12%	67%	8%	1%	0%	0%	0%	0%	A3
0%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	8%	9%	68%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa1
6%	6%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	6%	4%	62%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa2
7%	0%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	13%	13%	60%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa3
33%	17%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	8%	8%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba1
40%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%	40%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba2
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba3
33%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B1
0%	50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B2
50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa2
0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ca
0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	C

מטריצת נדידה חד שנתית (2013):

		(2015) 2015-11-11 13:12:10																					
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%	Aaa	
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	Aa1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	Aa2
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	Aa3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	A1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	89%	7%	0%	0%	0%	0%	A2
0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	67%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	A3
0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	76%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	50%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa2
17%	0%	0%	17%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	67%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Baa3
25%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba2
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ba3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B1
0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B2
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	B3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa1
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa2
0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Caa3
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Ca
0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	C

מתודולוגיה לחישוב מטריצות המעברים

מידרוג מרכזת מידע על שינויי דירוג על פני השנים 2004-2013 על בסיס מאגר אשר נצבר בהדרגה בשנות פעילותה. כל מנפיק נכלל במסד הנתונים עפ"י מספר השנים בהן דורג. לדוגמא, מנפיק שדורג משנת 2004 ועד לשנת 2013 נספר 9 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- 1,150 תצפיות. מספר המנפיקים המדורגים בסוף שנת 2013 מסתכם בכ- 149.

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

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 $n(t)$.

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

להמחשה, משמעות הנתונים המופיעים בטבלת הנדידה המצטברת היא כי ההסתברות שדירוג של מנפיק אשר דורג Aa3 לשמור את הדירוג בטווח של שנה היא 82%, ההסתברות שהדירוג יעלה ל-Aa2 עומדת על 3%, ההסתברות שהדירוג ירד ל-A1 עומדת על 9% וההסתברות שהדירוג ירד ל-A2 עומדת על 2% וכן הלאה.

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.

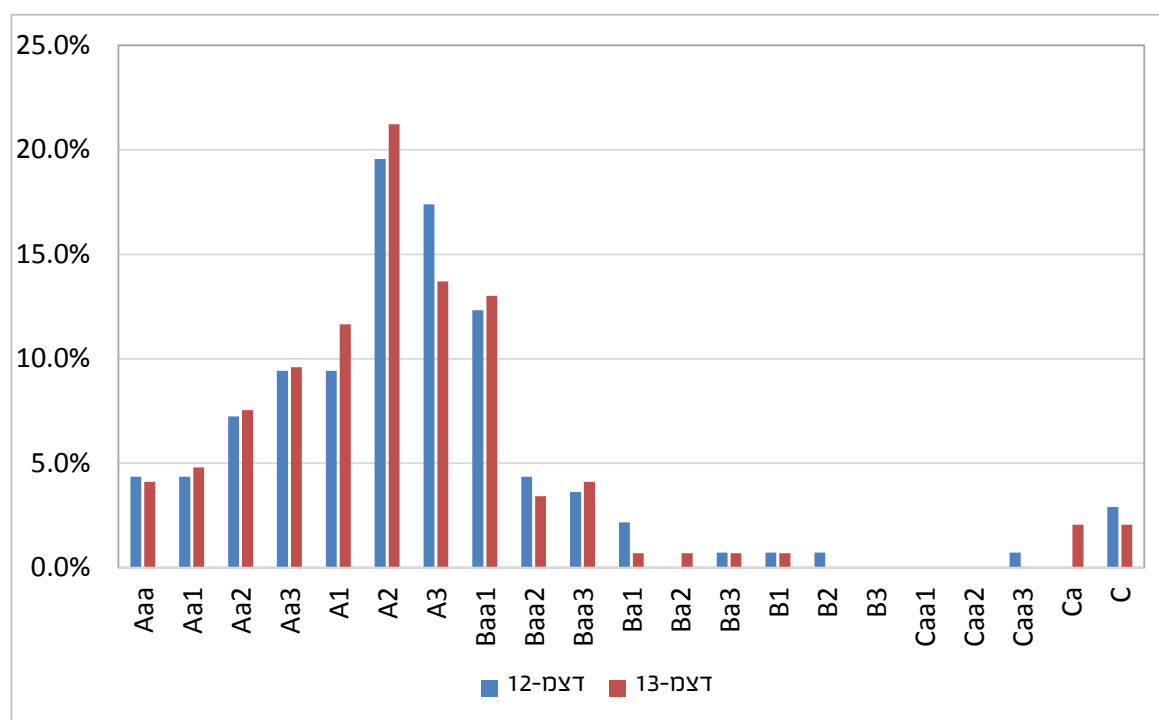
עמודת PD

בדומה לאמידת שיעור הנדידה השנתי, עמודת ה-PD מייצגת את פרופורציית המנפיקים, שחל לגביהם בתקופת האמידה הרלוונטית אירוע כשל פירעון מסך המנפיקים ברמת הדירוג הנתונה. לפי הגדרות מידרוג, אירוע כשל פירעון משקף הסתברות גבוהה למצב של שינוי בתנאי ההתחייבות של המנפיק בהשוואה לתנאים המקוריים, ואשר יש בו לחולל הפסד כספי למלווים. 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-PD. יש לציין כי מדגם ה-PD הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. כמו כן מידרוג אומדת את ה-PD ביחס לדירוג בתחילת התקופה ולא דווקא ביחס לדירוג האחרון הרלוונטי לפני אירוע הכשל.

התפלגות הדירוגים

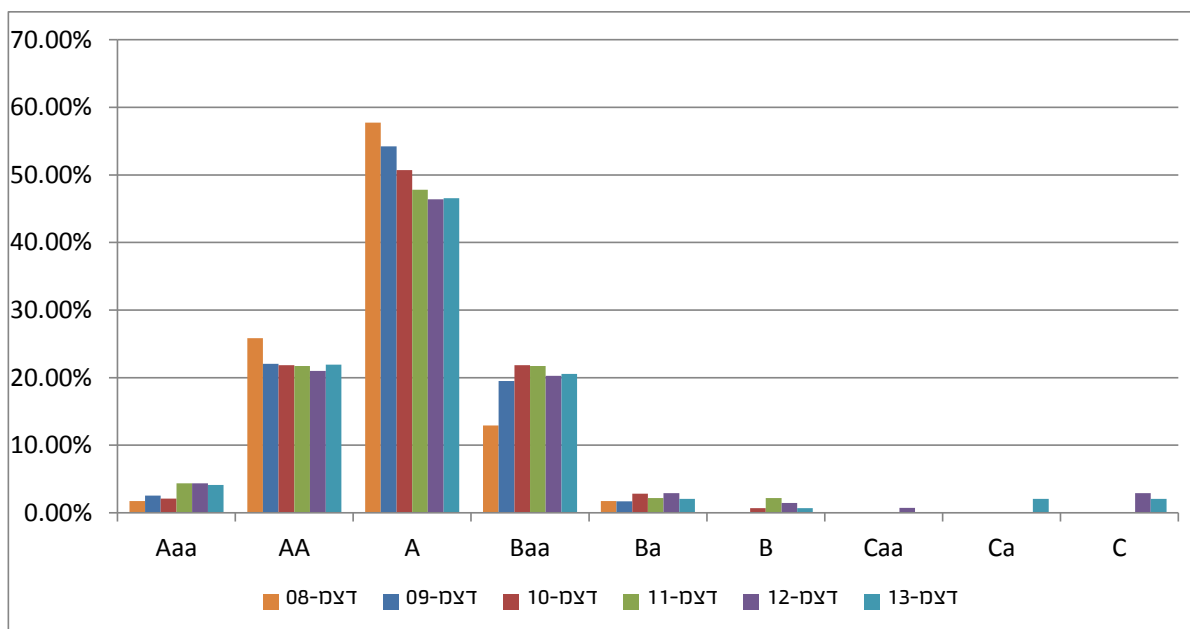
שיעור המנפיקים בדירוג Aaa עמד בדצמבר 2013 על כ-4% מסך המנפיקים שדורגו על ידי מידרוג באותו מועד, בדומה לסוף שנת 2012 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-2.5%, בכל אחת מהתקופות); שיעור המנפיקים בקבוצת הדירוג AA עמד בסוף 2013 על כ-22% לעומת כ-21% בסוף 2012 (בנטרול מוסדות פיננסיים: 15.6% לעומת 15%, בהתאמה); שיעור המנפיקים בקבוצת A עמד בדצמבר 2013 על כ-46% בדומה לשנת 2012 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-50% בשנים 2013 ו-2012); שיעור המנפיקים בקבוצת Baa עמד על כ-20% בסוף שנת 2013, בדומה לסוף 2012 (בנטרול מוסדות פיננסיים: כ-23% בשנים 2013 ו-2012); שיעור המנפיקים בחתך הדירוגים הספקולטיביים Ba-C עמד בדצמבר 2013 על כ-7% לעומת כ-8% בדצמבר 2012 (בנטרול מוסדות פיננסיים: 8% בשנת 2013 לעומת 9% בשנת 2012).

התפלגות המנפיקים לפי דירוג: דצמבר 2013 מול דצמבר 2012 - נתוני מידרוג



התפתחות הדירוגים לאורך השנים 2008-2013 מצביעה על מגמה של ירידה בשיעור המנפיקים בדירוגים בקבוצת ה-A, המבטאת רמת השקעה בינונית עד גבוהה, בעיקר כנגד עלייה בדירוגים בקבוצת ה-Baa, המאופיינת בדרגת סיכון בינונית ועלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. עם זאת, כמתואר לעיל, בשנת 2013 חל שיפור מסוים בפרופיל הדירוגים ועצירה של מגמת המעבר בין קבוצות הדירוג.

התפלגות מנפיקים לפי קבוצות דירוג ראשיות 2008-2013: נתוני מידרוג



אופק הדירוג כאינדיקטור מנבא

7

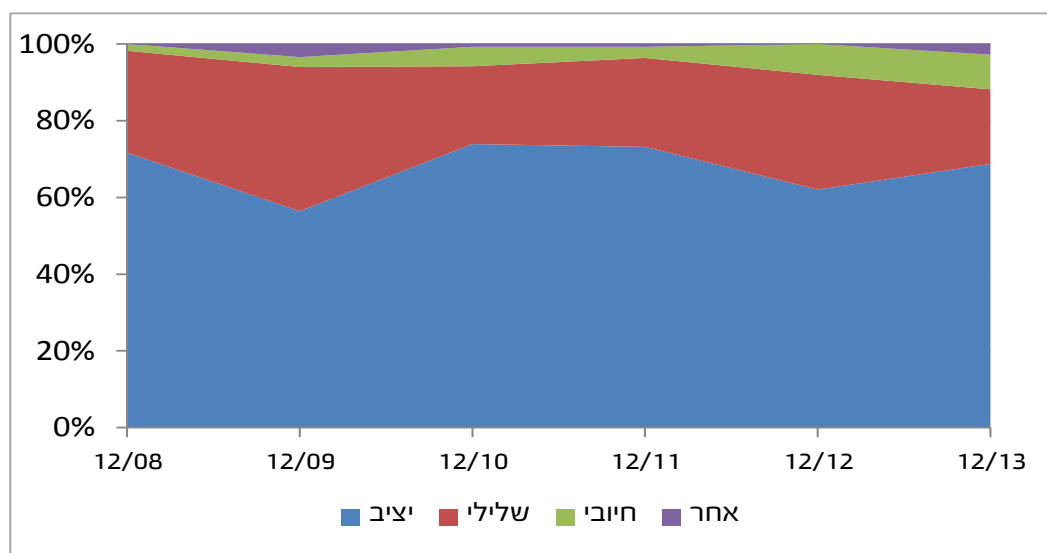
מידרוג עוקבת באופן שוטף אחר התפתחות סיכוני האשראי של המנפיקים המדורגים על ידה, ואשר נגרמים כתוצאה ממשנתנים אנדוגניים, אקסוגניים ו/או שילוב בין השניים. במסגרת המעקב מציבה מידרוג אופק דירוג אשר הינו אינדיקטור המשקף את הערכתנו לגבי כיוון התפתחות הדירוג לתקופה של 18-24 חודשים קדימה. תוצר המעקב יכול לכלול אי שינוי בדירוג ובאופק, שינוי באופק הדירוג, שינוי בדירוג ושינוי בדירוג ובאופק.

מבין המנפיקים שדירוגם הורד במהלך שנת 2013 (10 במספר), 9 נשאו אופק דירוג שלילי במהלך שנת 2012 או שהיו בבחינת דירוג (CR) עם השלכות שליליות ומנפיק אחד נוסף נשא אופק יציב. זאת ועוד, מבין המנפיקים שנשאו אופק דירוג שלילי במהלך שנת 2012 או שהיו בבחינת דירוג עם השלכות שליליות, לכ-22% הורד הדירוג במהלך 2013, כאשר ליתר המנפיקים הדירוג בשנת 2013 נותר ללא שינוי באופק שלילי (39%), או שהתייצב ללא שינוי בדירוג (29%). בנוסף, 10% מהמנפיקים שנשאו אופק שלילי במהלך שנת 2012, דירוגם הופסק במהלך שנת 2013 בשל סיבות שונות.

מבין המנפיקים שדירוגים הועלה במהלך שנת 2013 (11 במספר), 4 מנפיקים (36%) נשאו אופק דירוג חיובי במהלך 2012 ואילו 7 (64%) נשאו אופק יציב. מבין המנפיקים שנשאו אופק חיובי במהלך שנת 2012, כ-67% נותרו ללא שינוי בדירוג ובאופק חיובי גם בשנת 2013 ואילו 33% דירוגים הועלה ויוצב בשנת 2013.

עפ"י נתוני סוף שנת 2013, כ-69% מהמנפיקים המדורגים במידרוג נשאו אופק דירוג יציב, לעומת 62% בשנת 2012. לכ-17% נוספים הוצב אופק שלילי (לעומת 28% בסוף שנת 2012), המבטא את הערכת מידרוג להתפתחות שלילית באיכות האשראי בטווח הבינוני ול-9% הוצב אופק חיובי (לעומת 8% בשנת 2012). כמו כן שישה מנפיקים הוכנסו לבחינת דירוג במהלך שנת 2013, בחינה המבטאת הסתברות גבוהה לשינוי דירוג בטווח הזמן הקצר בשל אירוע לא צפוי, מכך שלושה נבחנו עם השלכות שליליות ושלושה עם השלכות לא וודאיות.

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



* "שלילי" כולל גם אופק שלילי ובחינת מעקב (CR) עם השלכות שליליות. "אחר" כולל אופק "נבנה" ובחינת מעקב עם השלכות לא וודאיות.

אירועי כשל פירעון

במהלך שנת 2013 נספרו שני אירועי כשל פירעון בקרב מנפיקים אשר דורגו על ידי מידרוג, בהתאם להגדרות כשל פירעון של מידרוג, בהיקף של כ-3.8 מיליארד ₪ ערך נקוב. מאז תחילת פעילותה בשנת 2003 דיווחה מידרוג על 15 אירועים של כשל פירעון בהיקף כולל של כ-13 מיליארד ₪ ערך נקוב. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל ב-12 החודשים שלפני אירוע הכשל עמד על Baa3. **להגדרות מידרוג לכשל פירעון ראה מילון מונחים בהמשך הדוח.** להלן מידע לגבי מנפיקים המדורגים ע"י מידרוג, אשר סווגו בכשל פירעון מאז תחילת פעילותה כמדורגת סיכוני אשראי בישראל:

המנפיק	ענף	שנת כשל	סכום חוב מדורג מיליוני ₪ *	מועד דירוג ראשוני	דירוג ראשוני	דירוג 12 חו' לפני מועד הכשל
אלביט הדמיה	נדל"ן ובינוי	2013	2306	2006	A2	Baa1
מפ"ב	אחזקות	2013	1486	2005	Aa3	Ba1
א. לוי	נדל"ן ובינוי	2012	160	2005	A3	Baa2
סאני	אחזקות	2012	240	2010	Baa2	Baa2
בסר אירופה	נדל"ן ובינוי	2012	134	2005	A3	Ba2
סנטראל יורופיאן	נדל"ן ובינוי	2012	106	2007	Baa1	Ba2
פולאר השקעות	נדל"ן ובינוי	2012	90	2007	A3	B1
ישאל המלט	אחזקות	2012	57	2007	A2	Ba1
אמפל	אחזקות	2012	800	2006	A3	Baa3
אגרקסקו	מסחר ושירותים	2011	144	2007	A2	A2
אולימפיה	נדל"ן ובינוי	2011	220	2008	A3	Baa2
מלרג	נדל"ן ובינוי	2010	92	2008	A3	Baa2
פרופיט	נדל"ן ובינוי	2009	205	2007	Baa1	Baa2
לידקום	מסחר ושירותים	2009	120	2006	A3	A3
אפריקה השקעות	נדל"ן ובינוי	2009	7000	2005	Aa2	Aa3

* במועד כשל הפירעון.

מדד הדיוק

כוחו האורדינאלי של דירוג משקף את היותו סולם סדר יחסי, לפיו התחייבויות בדירוגים גבוהים יותר צריכות להיות בטוחות יותר מהתחייבויות בדירוגים נמוכים. מידרוג משתמשת במדד "המיקום הממוצע" (AP) כמדד עיקרי לצורך בחינת דיוק הדירוג. המדד בוחן את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוג (AP- נע בטווח שבין 0 ל- 1). כלומר, מהו מיקומם בהתפלגות הדירוגים של מנפיקים שחוו אירועי כשל יחסית ליתר המנפיקים. בנוסף, מידרוג עושה שימוש במדדים קרדינאליים (מדד אבסולוטי) של דיוק ובעיקר דירוגם הממוצע של חובות, אשר חוו אירוע כשל לפני שזה התרחש.

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 אנו מציגים את מדד ה-AP על בסיס הדירוג 12 חודשים טרם למועד הכשל (עמודת AP). בנוסף אנו מציגים את מדד Adjusted AP המשקלל גם את אופק דירוג שלילי ב-12 החודשים שלפני הכשל. ברובם המכריע של המקרים הדירוג ב-12 החודשים שלפני הכשל היה נתון באופק שלילי או בבחינת מעקב עם השלכות שליליות ומכאן שמדד הדיוק המשקלל גם נתון זה הינו גבוה יותר. ניתן לראות כי כוחם האורדינאלי של דירוגי מידרוג טוב יחסית, כפי שמשתקף במדד ה- AP בשנים האחרונות. יש

לציין כי המספר המועט של אירועי כשל עלול ליצור הטיה במדד ה-AP.

להגדרת מדד הדיוק ושיעור כשל פרעון - ראה מילון מונחים בהמשך הדוח.

9

שנה	מדד הדיוק - AP	מדד הדיוק המותאם Adjusted AP	שיעור כשל פירעון: Default Rate
2013	84%	91%	1.4%
2012	93%	94%	4.8%
2011	68%	69%	1.4%
2010	92%	92%	0.8%
2009	77%	82%	2.6%

מילון מונחים

מנפיקים מדורגים

המנפיקים הפעילים שמדרגת מידרוג לנקודת החתך (בדוח זה - סוף שנה קלנדרית). המנפיקים המדורגים כוללים דירוגים פומביים ודירוגים פרטיים. מידרוג מדרגת עסקאות מימון מובנה ופרויקטים שאינם נכללים בנתונים המוצגים בדוח זה.

התפלגות הדירוגים

התפלגות הדירוגים מחושבת ומוצגת במונחי מספר מנפיקים. ההתפלגות מוצגת הן במונחי דירוג בודד ("נוטש") והן במונחי קבוצת דירוג רחבה (קבוצת A, Aa וכו'). הדירוג החיצוני משקף את הדירוג הבודד שעד אליו מתפלגים 50% מהמנפיקים. הדירוג הנלקח לצורך חישוב התפלגות הדירוגים הינו דירוג המנפיק או דירוג הפיקדונות/ המבטח לגבי בנקים וחברות ביטוח.

נדידת דירוגים

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 קבוצת הדירוג ועד לסוף התקופה T.

אופק הדירוג

סטטוס אופק הדירוג של מנפיק משקף את הצפי הנוכחי של מידרוג לגבי הכיוון הסביר של התפתחות הדירוג בטווח הזמן הבינוני (בדרך כלל 18-24 חודשים). צפי זה מבוסס על מגוון פרמטרים, לרבות המיצוב הפיננסי הנוכחי, התחזיות לעתיד והתפתחויות צפויות בסביבה העסקית. מנפיק יכול לשאת אופק דירוג יציב, חיובי או שלילי. במקרים חריגים אנו מיחסים למנפיק אופק מתפתח, בעיקר כאשר קיימת אי וודאות לגבי כיוון ההשפעה של אירועים עתידיים על סיכון האשראי של המנפיק. בנוסף, מידרוג מכניסה דירוגים למעקב מיוחד (Credit Review – CR) לאחר שהעריכה כי אירוע מסוים שהתרחש, על פי רוב בלתי צפוי, הינו בעל השלכה משמעותית על סיכון האשראי של המנפיק בטווח הזמן הקצר. הכנסת הדירוג למעקב מיוחד נעשית תוך קביעת הכיוון המסתמן להשפעה הצפויה של האירוע על הדירוג: חיובי או שלילי, למעט מקרים מסוימים בהם אין וודאות לגבי ההשלכות.

כשל פירעון

על פי הגדרות מידרוג כשל פירעון של התחייבויות מתרחש בקרות אחד משלושה סוגים של אירועים:

1. אי תשלום ריבית או קרן במועד - זוהי קטגוריה ברורה למדי הממצה בפשטות את הגדרת המסגרת של כשל הפירעון. כאשר המנפיק נכשל בביצוע תשלום במועדו מחזיק האג"ח סופג הפסד כספי שאינו נובע משינוי במחיר השוק, אלא כתוצאה של אירוע אשראי.
2. פנייה לערכאות משפטיות בקשר לכשל פירעון של הגוף המנפיק, כגון בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים. במקרים רבים הפנייה לערכאות משפטיות מתבצעת לאחר שהמנפיק כשל בביצוע תשלום קרן או ריבית, כך שלפי הגדרות מידרוג, כשל הפירעון ארע זה מכבר.
3. ארגון מחדש של חוב בנסיבות הכוללות: א. הצעה הכוללת ני"ע חדשים שערכם נמוך מערך הפארי של ההתחייבות הנוכחית (כגון: אג"ח חדשות בערך נמוך יותר ו/או מניות) ו/או, ב. הצעת הסדר שנועדה לאפשר למנפיק להימנע מחדלות פירעון.

שיעור כשל הפירעון (PD)

שיעור כשל הפירעון לתקופה נתונה (בדוח זה - שנה קלנדרית) מוגדר כיחס שבין מספר המנפיקים שעברו אירוע כשל פירעון לפי הגדרות מידרוג לבין מספר המנפיקים המדורגים בתחילת התקופה.

מדד הדיוק

היעד העיקרי של דירוגי מידרוג הינו לשקף את כוחו האורדינאלי של דירוג, בהיותו סולם סדר יחסי, לפיו התחייבויות בדירוגים גבוהים יותר צריכות להיות בטוחות יותר יחסית להתחייבויות בדירוגים נמוכים. מידרוג משתמשת במדד "המיקום הממוצע" (AP) כמדד עיקרי לצורך בחינת דיוק הדירוג. המדד בוחן את מיקומם הממוצע של אירועי הכשל לאורך סולם הדירוג (AP - נע בטווח שבין 0 ל-1). כלומר, מהו מיקומם בהתפלגות הדירוגים של מנפיקים שחוו אירועי כשל יחסית ליתר המנפיקים. דירוג אבסולוטי (או קרדינאלי) משקף את ההפסד הצפוי (Expected Loss) מהשקעה במכשיר חוב. ההפסד למשקיע נגזר ממכפלת ההסתברות לכשל פרעון (PD - Probability Of Default) בשיעור ההפסד בקרות כשל פירעון (Loss Given Default - LGD). למידרוג אמנם אין יעדים קרדינאליים בדירוגי האשראי שלה, אולם היא פועלת במסגרת מגבלות קרדינאליות. כלומר, מידרוג מנסה להימנע מאירועי כשל בדירוגים גבוהים ולהציב דירוגים נמוכים (ספקולטיביים) מספיק זמן מראש לפני אירוע כשל. ניתן לכן להגדיר את דירוגי מידרוג כמשקפים סיכון אשראי יחסי, תחת מגבלה קרדינאלית.

דוחות קשורים

- [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 שינויי בדירוגים אשראי - דוח מיוחד, מאי 2012](#)
- [הגדרת כשל פירעון בדירוג אשראי תאגידיים - דוח מיוחד, פברואר 2009](#)

תאריך הדוח: 31.3.2014



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") 2014.

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

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

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

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

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