



עוצמת הקשר בין מדדים פיננסיים לבין דירוג האשראי וענף הפעילות *

דוח מיוחד - מאי 2011

הדוח מבוסס על נייר מחקר של Moody's:
Moody's Financial Metrics Key Ratios by Rating and Industry
for Global Non-Financial Corporations: December 2010

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ניתוח מדדים פיננסיים של מנפיקים מהווה חלק משמעותי בהערכת סיכוני אשראי של מנפיקים. בדרך כלל, משקל המדדים הפיננסיים מהווה בין 35% עד 45% ממשקל ציוני הדירוג. יתר הפרמטרים כוללים מאפיינים עסקיים, כגון גודל וגיוון פעילות, מעמד תחרותי, מדיניות פיננסית של בעלי המניות וצפי של המגמות העיקריות בענף ובתוצאות הפעילות של המנפיק. יש לציין כי קביעת המדדים הפיננסיים לצורך הערכת הדירוג, יכול שתסתמך, בנוסף לנתונים ההיסטוריים, גם על תחזיות של המדרגים.

מטרת מאמר זה הינה להציג את מידת הקשר הקיים בין מדדים פיננסיים של מנפיקים לבין דירוג המנפיקים. הממצאים העולים מהניתוח המוצג במאמר מראים כי קיים קשר סטטיסטי חזק בין רמת הדירוג לבין מדדים פיננסיים מסוימים, ובעיקר מדדים המושגתים על היקף החוב של המנפיק. בנוסף, הנתונים מראים כי קיים קשר סטטיסטי שלילי חזק בין רמת הסיכון האינהרנטי של ענף הפעילות כפי שהיא נמדדת בתנודתיות ההכנסות לבין המדדים הפיננסיים של המנפיק, באופן שככל שרמת הסיכון הענפי גדלה, כך נדרש המנפיק, עבור רמת דירוג נתונה, להציג מדדים פיננסיים טובים יותר בממוצע.

הניתוח בדוח זה מבוסס על מאגר הדירוגים הגלובאליים של Moody's, שהינו רחב לאין שעור מזה הקיים בישראל. נתונים אלו תוארו ונתחו על ידי כלכלני סוכנות הדירוג הבינלאומית בדוח שנושא "Moody's Financial Metrics Key Ratios by Rating and Industry for Global Non-Financial Corporations: December 2010"

אנו סבורים כי אין להסיק מהנתונים המופיעים בדוח זה לגבי הקשר בין ערכי יחסים פיננסיים לבין רמת הדירוג של חברות ישראליות. הטעם המרכזי לכך הינו הבדלים בסולם השוואה ("בנצ'מארק"). כמו בעולם, גם בישראל דירוגים נערכים בין השאר על בסיס השוואה לחברות דומות הפועלות באותו מבנה כלכלי (גודל השוק, שוק מקומי/שוק גלובלי, רמת התחרות, נגישות לחומרי גלם, מבנה מערכת הבנקאות ושוק ההון ועוד). המבנה הכלכלי משליך על רמת הרווחיות של המנפיקים ועל רמת המינוף בהשוואה למשקים אחרים.

על רקע המשקל הגבוה שניתן לניתוח המדדים הפיננסיים בקביעת הדירוג, וכן על רקע התפתחות הרגולציה בישראל, אשר דורשת ממשקיעים מוסדיים לקבוע אמות מידה פיננסיות כחלק מתנאי אגרות החוב, אנו סבורים כי ראוי להבין אילו מדדים פיננסיים מרכזיים מצויים בקשר מובהק עם רמת הדירוג.

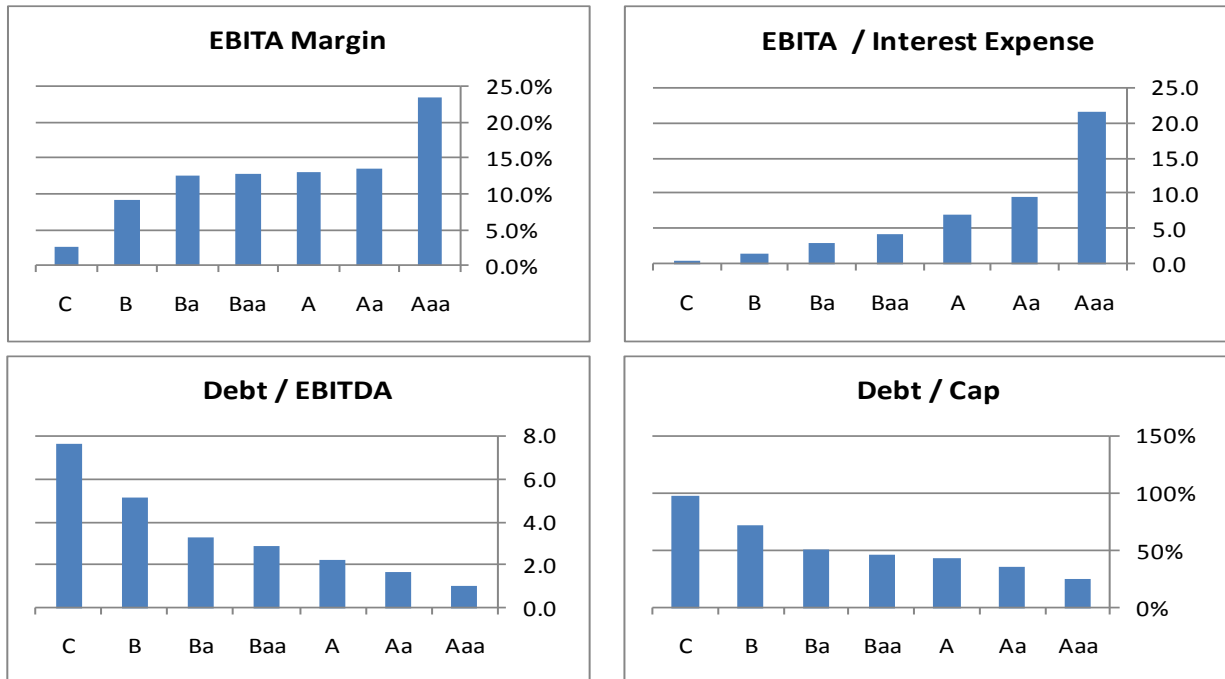
המתאם בין יחסים פיננסיים לבין הדירוג

הנתונים שנבדקו מתייחסים למדגם הכולל 1,978 מנפיקי קורפורייט בלבד (קרי, ללא נדל"ן, מוסדות פיננסיים ורשויות מקומיות, מוצרים מובנים ופרייקטים). יש לציין כי מספר המנפיקים בדירוג Aaa הינו נמוך מאוד (5 מנפיקים בסך הכול), ולפיכך הממצאים לגבי רמת דירוג זו אינם מובהקים. ביתר הדירוגים מופיעים בין 40 ל-600 מנפיקים. היחסים הפיננסיים לגבי כל אחד מהמנפיקים חושבו על בסיס הדוחות הכספיים הידועים עד דצמבר 2010. היחס הפיננסי החציוני הוא זה שמייצג כל אחת מרמות הדירוג.

הניתוח מצביע כי קיים קשר מונטוני חזק בין ששת היחסים הפיננסיים הבאים לבין גובה הדירוג:

- Debt / EBITDA •
- Debt / Cap •
- FFO/ Debt •
- EBITA/Int. Exp. •
- EBITA Margin •
- FFO+ Int. Exp. / Int. Exp •

להלן הנתונים המציגים את המדדים הפיננסיים החציוניים לכל אחת מקבוצות הדירוג במדגם המנפיקים שנבדק. הנתונים מתייחסים למנפיקי קורפורייט בכל ענפי התעשייה:



מקור: Moody's Financial Metrics

הנתונים לעיל מצביעים כי מדדים המושגים על רמת החוב הפיננסי (לרבות הוצאות המימון) מציגים קשר מונוטוני חזק מול קבוצת הדירוג. קרי, היקף החוב, יכולת שירות החוב ורמת המינוף הנם כצפוי פרמטר משמעותי בהסבר הדירוג. ממצא זה מוסבר גם בכך שגובה החוב הפיננסי מהווה פרמטר במספר יחסים פיננסיים (ובדרך כלל שניים עד שלושה יחסים הכלולים במטריצת הדירוג מבוססים על היקף החוב), ולפיכך מקבל משקל גבוה בקביעת ציון הדירוג.

יחס הרווחיות התפעולית (EBITA¹ Margin) מציג אף הוא קשר מונוטוני עם רמת הדירוג, אולם זה פחות מובהק מהיחסים הקודמים (למעט בדירוגי הקיצון). כך, ניתן לראות כי חלק גדול מהמנפיקים בדירוגים נמוכים יחסית, מאופיינים ברווחיות תפעולית גבוהה יחסית שבין 12%-15%. להערכתנו, מצב זה מוסבר בחלקו נוכח המשקל המוגבל יחסית שניתן ליחס זה בקביעת ציון הדירוג (בדרך כלל 8%-12%). פרשנות נוספת הינה קשר נמוך בין רמת רווחיות לרמת מינוף - רמת המינוף מושפעת משורה של פרמטרים שאינם קשורים לרווחיות, כגון צורכי הון חוזר, מדיניות דיבידנד, מימון השקעות ועוד.

קשר חלש ולא מונוטוני נמצא מול שני מדדים פיננסיים בלבד: תנודתיות ההכנסות (שנמצאה גבוהה יותר בדירוג Aaa מאשר בדירוג Aa) ושיעור ההשקעות ההוניות ביחס להוצאות הפחת (CAPEX / DepExp²).

¹ EBITA הינו הרווח התפעולי (EBIT) בניכוי הפחתות (אך לא בניכוי פחת).

² Capex - השקעות ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים; DepExp - הוצאות פחת והפחתות. היחס בין גובה ההשקעות לבין גובה הפחת הינו מדד למגמה על פני מחזור ההשקעות של החברה. יחס גבוה יותר מצביע על מגמת צמיחה בהשקעות. השקעות גבוהות עשויות לתרום לצמיחה הפנימית של החברה אולם הן עלולות במקביל לפגוע בתזרים החופשי. נקודת האיזון נבחנת לפי מאפייני הפעילות של המנפיק.

יחסים פיננסיים במתאם מול הסיכון הענפי

הממצאים שתוארו לעיל מבוססים על מודגם שכלל את כל סוגי הענפים שבתחום הקורפורייט. הממצאים להלן מנתחים את התפלגות היחסים הפיננסיים לפי סוגי תעשיות ראשיות. לצורך זאת ניתחו כלכלני Moody's את המדדים הפיננסיים של מנפיקים המדורגים בקבוצת דירוג Baa בכל אחד מהענפים הראשיים. הבחירה בקבוצת דירוג זו נובעת מכך שזוהי קבוצת הדירוג החצינית של מנפיקי הקורפורייט בדירוג הגלובאלי של Moody's, ולפיכך היא מקבלת ייצוג רחב דיו בכל אחד מענפי התעשייה.

הנתונים להלן מציגים את המדדים הפיננסיים החציניים של מנפיקי Baa לפי ענפי התעשייה השונים. הנתונים מצביעים על כך שענפים מסוימים מאופיינים ביחסים טובים יותר באופן מובהק בהשוואה לענפים אחרים, זאת כאמור עבור אותה קבוצת דירוג. כך, מהנתונים בולט כי ענפי שירותי הבריאות (Healthcare³) והמתכות והכרייה (Metals & Mining) מאופיינים בערכים טובים יותר בהשוואה לשאר הענפים במרבית היחסים הפיננסיים שנתחו. ענפי התחבורה (Transportation⁴), הרכב (Automotive⁵) והקימעונאות (Retail & Distribution) מאופיינים בערכים פחות טובים משאר הענפים בכל אותם יחסים פיננסיים.

Main Industry	Baa Median Metric By Industry			
	EBITA/ Interest Expense	Debt / EBITDA	EBITA Margin	Debt / Cap
Healthcare	6.7	1.8	17.0%	30.6%
Metals & Mining	7.1	2.1	16.1%	28.9%
Energy & Environment	3.9	2.9	16.9%	41.5%
Telecom	3.9	2.5	17.2%	50.6%
Aerospace & Defense	5.2	2.5	12.1%	50.0%
Consumer Products	4.6	2.9	14.2%	49.9%
Media	4.9	3.0	18.8%	55.2%
Services	4.4	2.5	8.9%	52.0%
Chemicals	4.7	3.0	10.3%	44.7%
Manufacturing	4.2	3.1	9.4%	45.5%
Retail & Distribution	4.1	3.1	5.8%	54.3%
Transportation	2.9	4.8	7.7%	60.7%
Automotive	3.4	4.2	4.4%	53.5%
All Industries	4.2	2.9	12.7%	47.0%

מקור: Moody's Financial Metrics

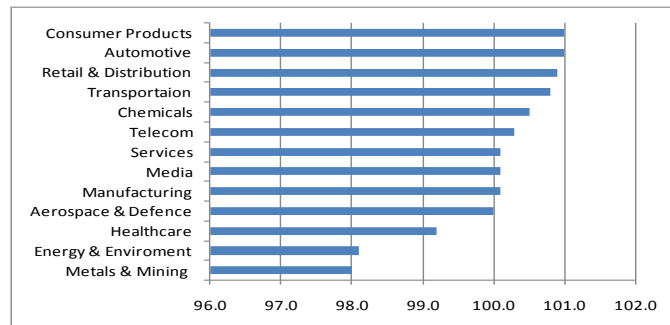
אחת הפרשנויות לממצא זה טמונה בהערכת הסיכון הענפי. כך למשל, מנפיקים בענפי שירותי הבריאות "נדרשים" להציג מדדים פיננסיים טובים יותר, עבור אותה רמת דירוג, נוכח סיכון ענפי אינהרנטי (Intrinsic Risk) גבוה יותר. ענפי הרכב, הקימעונאות והתחבורה מאופיינים בסיכון פנימי נמוך יותר, ויכולים להשיג דירוג זהה - גם עבור מדדים פיננסיים

³ כולל בתי חולים, מוסדות לטיפול ארוך טווח, יצרני ציוד רפואי וספקי שירותים רפואיים.

⁴ כולל חברות תעופה, הובלת מטען, רכבות, הובלה ימית.

⁵ כולל יצרני כלי רכב פרטיים ומסחריים ויצרני חלקי חילוף לכלי רכב.

טובים פחות. על מנת לאושש פרשנות זו בחנו כלכלני Moody's את רמת הסיכון האינהרנטי של כל אחד מענפי התעשייה בהתבסס על מדד תנודתיות ההכנסות. מדד זה נאמד לפי סטיית התקן של צמיחת ההכנסות על פני 5 שנים עוקבות עבור מנפיקים בכל אחד מהענפים. להלן התפלגות הענפים הראשיים לפי מדד תנודתיות ההכנסות עבור מנפיקים בקבוצת Baa (ככל שהמדד גבוה יותר הוא מצביע על תנודתיות הכנסות נמוכה יותר):



מקור: Moody's Financial Metrics

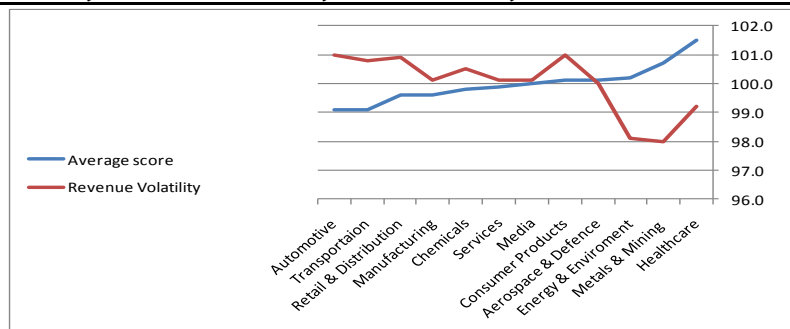
הניתוח מצביע על מתאם סטטיסטי (קורלציה) שלילי בין תנודתיות ההכנסות לבין מדדים פיננסיים שונים כמפורט:

קורלציה	מדד פיננסי *	קורלציה	מדד פיננסי *
-0.55	Debt / EBITDA	-0.82	CapEx / DepExp
-0.50	FFO/Debt	-0.78	Debt / Cap
-0.23	RCF/Net Debt	-0.61	EBITA Margin
-0.13	EBITA/Average Assets	-0.60	EBITA / Interest Exp

* נתון חציוני בקרב מנפיקי קורפורייט בקבוצת דירוג Baa. מקור: Moody's Financial Metrics

הגרף להלן מציג את הקשר השלילי בין ממוצע תנודתיות ההכנסות לבין ממוצע של מכלול המדדים הפיננסיים של מנפיקי קבוצת Baa, לאורך ענפי התעשייה השונים. המסקנה שניתן להסיק מהנתונים לעיל ולהלן הינה כי השונות במדדים פיננסיים מסוימים עבור מנפיקים המחזיקים בדירוג דומה עשויה להיות מוסברת בין השאר בתנודתיות ההכנסות, המהווה אחד הפרמטרים בסיכון ענף הפעילות. משמעות הדבר עשויה להיות כי קיימת תחלופה מסוימת בין סיכון ענפי לבין רמת מינוף. יש לציין עם זאת כי עשויים להיות משתנים נוספים המסבירים את הסיכון הענפי, בנוסף לתנודתיות ההכנסות. כך למשל, ענף יצרני הרכב מאופיין ברמת דירוגים נמוכה יחסית לממוצע הכולל, יציבות ההכנסות המאפיינת אותו.

תנודתיות ההכנסות מול ממוצע מדדים פיננסיים - ערכים חציוניים ממודדים עבור מנפיקי Baa



מקור: Moody's Financial Metrics



דו"ח מספר: CSR010511000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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

מידרוג איננה מחויבת ואיננה כבולה באמור במסמך זה, אשר נכתב כהנחיה כללית ואין באמור בו כדי להוות חלק מהמתודולוגיה 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.