

מאי 2012

נתוני חדלות פירעון ומעברי דירוג- כלים לבחינת יציבות דירוגים לאורך זמן

מחקר על שינויים בדירוג לאורך זמן (מעברי דירוג) וסקירת הנתונים על חדלות פירעון הינם כלים הבוחנים את תקפות ועקביות הדירוגים לאורך זמן. מעברי דירוג מזהים דפוסים התנהגות של דירוגים בקטגוריות דירוג שונות, כך שניתן להשוות שינויים ברמות שונות של דירוג, על פני תקופות זמן שונות. הערך המוסף הנובע מבחינת יציבות הדירוגים ונתוני חדלות פירעון מתבטא בקבלת מידע נוסף אודות שינויי דירוג ורמות הסיכון. תוצאות מחקר מעברי דירוג ושיעורי חדלות פירעון הינם מרכיב אחד מני רבים בתהליך האנליזה של המשקיע, ומהווים אינדיקציה למידת שינויי הדירוג לאורך זמן וקשורים לרמת הסיכון הנדרשת על ידי המשקיע לאורך תקופה נתונה.

נתוני חדלות פירעון

שיעורי חדלות פירעון של חברות מדורגות בישראל

במהלך 20 שנות הפעילות של מעלות בשוק המקומי פורסמו ודורגו כ- 200 מנפיקים (מתחום הקורפורייט), מהם 15 חברות הגיעו למצב של חדלות פירעון. הנתונים להלן מציגים את החברות, שדורגו על ידי S&P Maalot, והגיעו לחדלות פירעון. התקופה המסוקרת מכסה את עשרים שנות הפעילות של S&P Maalot בשוק המקומי. המגמה המסתמנת בשנים האחרונות הינה גידול במספר מקרי חדלות פירעון במקביל למשברים שפקדו את שווקי האשראי. בין הגורמים אשר השפיעו לשלילה על יכולת החברות לעמוד בהתחייבויותיהן, ניתן למנות את רמות המינוף הגבוהות, פרופיל נזילות בעייתי, כפי שמתבטא במח"מ קצר של חוב פיננסי, ורמת תשואות גבוהה של אגרות חוב במחזור, המקשה על מיחזור חובות בשוק ההון. מבחינת הגורמים שהובילו את החברות המדורגות למצב של חדלות פירעון עולה כי 11 חברות הגיעו למצב של חדלות פירעון על רקע אי ביצוע תשלום של קרן או ריבית במועד, 3 חברות הגיעו למצב של חדלות פירעון על רקע distressed exchange offer וחברה אחת על רקע של כניסה להליך משפטי. 12 מקרי חדלות פירעון היו ב-4 השנים האחרונות, בעיקר על רקע המשבר הגלובאלי. הנתונים מראים כי כמחצית מהחברות שהגיעו למצב של חדלות פירעון בעשור האחרון היו חברות מתחום הנדל"ן.

טבלה מספר 1- חברות שהגיעו לחדלות פירעון (D) במהלך השנים 1992-2012¹

שם המנפיק	סיבה לכשל פירעון	מספר שנים לדירוג עד מועד כשל פירעון	דירוג ראשוני	שנת כשל פירעון	מצבת החוב המדורג במיליוני ₪	ענף
גיבור סברניה	אי ביצוע תשלום במועד	5	iBBB	1997	NA	תעשייה
קווי אשראי	אי ביצוע תשלום במועד	6.5	iBBB	1998	NA	מסחר ושירותים
תעשיות אלקטרוכימיות	אי ביצוע תשלום במועד	11	iA	2003	NA	תעשייה
BSGR	distressed exchange offer	2	iA+	2008	680	תעשייה
חסי	אי ביצוע תשלום במועד	2	iA	2009	350	מסחר ושירותים
אנגל משאבים	אי ביצוע תשלום במועד	14	iA	2009	259	נדל"ן
אנגל אירופה	אי ביצוע תשלום במועד	3	iA-	2009	351	נדל"ן
אפריקה ישראל השקעות	אי ביצוע תשלום במועד	3	iAA	2009	7,000	נדל"ן
סקורפיו נדל"ן	אי ביצוע תשלום במועד	2	iA	2009	575	נדל"ן
פלג ניא	אי ביצוע תשלום במועד	3	iBBB+	2010	51	תעשייה
ארחים	אי ביצוע תשלום במועד	3	iA+	2010	352	נדל"ן
צים	distressed exchange offer	5	liA+	2010	1,300	מסחר ושירותים
דלק נדל"ן	אי ביצוע תשלום במועד	8	iA+	2011	2,092	נדל"ן
אורד	distressed exchange offer	4.5	iA-	2012	32	השקעות והחזקות
אייס	כניסה להליך משפטי	4	iA-	2012	70	מסחר ושירותים

השוואה לחו"ל - שיעורי חדלות פירעון

הנתונים הגלובליים מצביעים על הבדל משמעותי, לאורך זמן, בשיעורי חדלות הפירעון (בתחום ה-corporate), בין חברות המדרגות ב"רמת השקעה" (investment grade), המוגדר כדירוג גלובאלי מרמה של BBB ומעלה, לבין חברות המדרגות ברמה "ספקולטיבית" (non investment grade), חברות בדירוג גלובאלי של BB+ ומטה. ברמת השקעה, שיעור מקרי חדלות הפירעון הוא נמוך ביותר, בעוד שברמה הספקולטיבית הוא גבוה באופן יחסי.

כאשר אנו משווים את נתוני חדלות הפירעון של החברות הישראליות לחברות המדרגות בחו"ל, צריך לזכור היטב כי המדגם שלנו קטן מאוד יחסית, מאחר ולאורך שנות הפעילות של S&P Maalot, רק 15 חברות הגיעו למצב של חדלות פירעון, על פי הגדרתנו. זאת לעומת קרוב ל-1800 תאגידים שהגיעו לחדלות פירעון בחו"ל מאז תחילת שנות ה-90 על בסיס מדגם של עשרות אלפי תצפיות.

בהינתן המגבלות הסטטיסטיות, אם בכל זאת נרצה להשוות את שיעורי חדלות הפירעון של החברות הישראליות שדרגו ע"י S&P Maalot לשיעורי חדלות הפירעון הגלובליים של S&P, נכון יותר להשוות זאת לשיעורי חדלות הפירעון ברמה הספקולטיבית, זאת מאחר והחלק הארי של החברות הישראליות המדרגות נמצאות בדירוג שבין B ל-BB בסקלה הגלובאלית. רק מיעוטן של החברות הישראליות המדרגות נמצאות בקבוצת ה-BBB (בעיקר בנקים וחברות ביטוח, מספר חברות בעלות זיקה ממשלתית, ומספר חברות בודדות מתחום ה-corporate).

גם בדירוגים ספקולטיביים ניכר בידול באיכויות האשראי ושיעורי כשל פירעון (ראה גרף מספר 1). קיים הבדל משמעותי בשיעורי כשל הפירעון בין קבוצת ה-BB לקבוצת ה-B ברמה הגלובאלית. כאשר ממוצע כשל פירעון רב שנתי לאורך 20 שנות פעילות בקבוצת ה-B הינו בשיעור של כ-4.4% לעומת שיעור נמוך יותר של כ-0.8% בקבוצת ה-BB. כמצופה בשנות משבר, דוגמת שנת 2009, שהיתה חריגה יחסית, שיעורי כשל הפירעון גבוהים באופן יחסי, במיוחד בחברות בעלות איכות אשראי נמוכה הפגיעות יותר בעיתות משבר.

נתוני חדלות הפירעון של החברות הישראליות מצביעים על אחוזים נמוכים בהשוואה לשיעור מקרי חדלות פירעון גלובאליים, ברמה הספקולטיבית. כאמור, נדגיש שוב כי גודל המדגם שלנו קטן מאוד יחסית והיסטוריית הבדיקה קצרה, כך שלהערכתנו אין תקפות סטטיסטית לנתונים על החברות הישראליות. בנוסף, שוק האג"ח הקונצרני בישראל הינו "צעיר" יחסית, ועל כן, יש להיות זהירים מאד בהסקת מסקנות חותכות על בסיס הנתונים הקיימים.

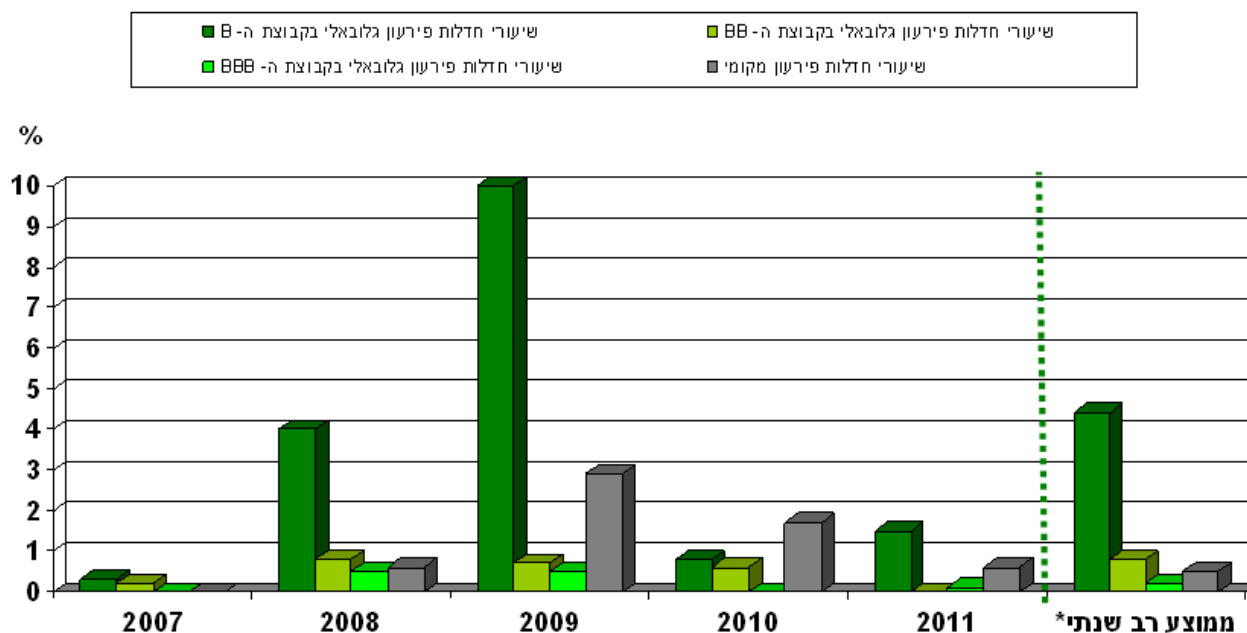
טבלה מספר 2 - שיעורי מקרי חדלות פירעון גלובאלי ברמה ספקולטיבית ודרגת השקעה ונתוני שוק מקומי²

שנה	שיעור מקרי חדלות פירעון גלובאליים-דרגת השקעה	שיעור מקרי חדלות פירעון גלובאליים-רמה ספקולטיבית	שיעור מקרי חדלות פירעון ברמה מקומית
1992	0.0%	6.1%	0.0%
1993	0.0%	2.5%	0.0%
1994	0.1%	2.1%	0.0%
1995	0.1%	3.5%	0.0%
1996	0.0%	1.8%	0.0%
1997	0.1%	2.0%	2.0%
1998	0.1%	3.7%	1.8%
1999	0.2%	5.5%	0.0%
2000	0.2%	6.1%	0.0%
2001	0.3%	9.7%	0.0%
2002	0.4%	9.3%	0.0%
2003	0.1%	5.0%	1.2%
2004	0.0%	2.1%	0.0%
2005	0.0%	1.4%	0.0%
2006	0.0%	1.1%	0.0%
2007	0.0%	0.9%	0.0%
2008	0.4%	3.6%	0.6%
2009	0.3%	9.5%	2.9%
2010	0.0%	2.8%	1.7%
2011	0.0%	1.7%	0.6%
ממוצע רב שנתי*	0.1%	4.0%	0.5%
2008-2011	0.2%	4.4%	1.5%

*אופן חישוב ממוצע רב שנתי מבוסס על סכימת שיעורי חדלות פירעון של כל שנה בתקופה הרלוונטית וחלוקה במספר השנים לתקופה הנ"ל

לטבלה מפורטת יותר המשווה את שיעורי חדלות פירעון ברמה מקומית לרמות דירוג גלובאליות BBB, BB ו-BB-
 B ראה נספח מספר 1.

גרף מספר 1: שיעורי מקרי חדלות פירעון גלובאלי של קבוצות דירוג B, BB ו- BBB ונתוני שוק מקומי, לשנים 2007-2011³



* אופן חישוב ממוצע רב שנתית: מתבסס על סכימת שיעור חדלות פירעון גלובאלי בכל קטגוריית דירוג ובשוק המקומי לשנים 2007-2011 מחולק במספר השנים בתקופה הנ"ל

שימוש בדירוגי 'D'

השימוש של S&P Maalot בדירוג של 'D' (כשל פירעון) אינו מוגבל לאירועי כשל פירעון "בפועל" – כלומר, לאי-תשלום של קרן ו/או ריבית במועד שהובטח. ישנן מספר נסיבות אחרות, שלהשקפתנו, שקולות לחדלות פירעון. הגדרתנו לכשל פירעון אינה משפטית, ועל כן, היריעה שלנו רחבה יותר, והקביעה שלנו מהווה חוות דעת עצמאית לגבי מהותם של תהליכים.

ההגדרה לחדלות פירעון כוללת את המצבים הבאים:

- בקרות כשל פירעון בפועל (אי עמידה בתשלום של קרן או ריבית, במועד שהובטח)
- כאשר חברה מכריזה כי אין בכוונתה לעמוד בחלק או בכל התחייבויותיה.

STANDARD & POOR'S

Maalot

- חברה הנכנסת להליך משפטי (כגון, הקפאת הליכים) המסכן את ההחזר של חוב פיננסי על פי לוח הסילוקין המקורי.
- לאחר היענות של נושים להצעה מסוג distressed exchange offer, דהיינו - הצעות המרה או רכישות חוזרות של חוב, שאנו מגדירים ככאלה שבוצעו "תחת לחץ" ונובעות ממצוקה עסקית או פיננסית. אנו מתייחסים להצעות מסוג זה בתור ארגון מחדש (restructuring) דה פקטו, ובהתאם לכך, כשקולות לכשל פירעון מצד המנפיק, גם אם לא התקיים כשל פירעון קונבנציונאלי.

מעברי דירוג

נתונים על מעברי דירוג מצביעים על שיעור המנפיקים שדירוגם השתנה. השינוי יכול להיות בין קבוצות הדירוג השונות, לדוגמא, שינוי דירוג של מנפיק מקבוצת ה- (ilAA) לקבוצת ה- (ilA), או בין רמות הדירוג השונות בתוך קבוצת הדירוג, לדוגמא, העלאת דירוג מ- (ilA) לדירוג (ilA+). כמו כן, ישנה התייחסות לתקופה בה בוצע השינוי, לדוגמא, במהלך תקופה של שנה, שלוש או חמש שנים.

אנו בוחנים את דפוסי השינוי הדירוג כדי להעריך את הקורלציה בין רמת הדירוג למידת שינויי הדירוג ולהערכת ההסתברות לשינויים באיכות האשראי לאורך זמן. מעברי דירוג משווים קבוצה של דירוגי מנפיקים בתחילת תקופה לעומת דירוגיהם בסוף תקופה, זאת לאורך כל שנות המחקר. כאמור, אנו בוחנים מעברי דירוגים לתקופה של שנה, שלוש שנים וחמש שנים, כך שבתקופה של שנה, לדוגמא, נבחנים דירוגי המנפיקים בתחילת שנה קלנדרית לעומת דירוגיהם בסוף שנה קלנדרית, לאורך כל התקופה. אם דירוג המנפיק השתנה מספר פעמים במהלך השנה, יידגם רק הדירוג האחרון של המנפיק בסוף השנה.

המחקר מבוסס על כ- 20 שנות סטטיסטיקה בשוק המקומי ומאגר של למעלה מ- 1,700 תצפיות של חברות מתחום הקורפורייט ורשויות מקומיות. מנפיק שדורג משנת 2000 ועד שנת 2011 נדגם 12 פעמים במחקר במעברי דירוג לתקופה של שנה, 10 פעמים בבחינת מעברי דירוג לתקופה של שלוש שנים, ו-8 פעמים בבחינת מעברי דירוג לתקופה של חמש שנים. ככל שתקופת מעברי הדירוג קצרה יותר, מספר התצפיות גדול יותר. כלומר, מספר התצפיות במעברי דירוג לתקופה של שנה גדול יותר לעומת תקופת מעבר של חמש שנים. בנוסף, מדגם נמוך של מנפיקים בקצוות סקאלת הדירוג (דירוגים גבוהים במיוחד או דירוגים נמוכים במיוחד) מחייב בחינה זהירה של התוצאות.

³הנתונים מבוססים על נתוני החברות המדורגות על ידי S&P

תוצאות המחקר

כמצופה יציבות הדירוגים גבוהה יותר ככל שפרק הזמן שנמדד קצר יותר. התוצאות של המחקר שערכנו מוצגות במטריצה בה השורות מייצגות את הדירוג המקורי של האג"ח, והעמודות את דירוג אג"ח בתום תקופת הזמן הנמדדת. המטריצה מספקת תמונת מצב אודות שיעור החברות שדירוגן לא השתנה בין מועד הדירוג הראשון לסוף התקופה הנתונה, שיעור החברות שדירוגן השתנה והדירוג בעקבות השינוי.

מבחינת מעברי הדירוג לתקופה של שנה עולה כי כ- 91% מהמנפיקים ברמות דירוג ilAA ו-ilA בתחילת התקופה נותרו באותה רמת דירוג בסוף השנה. כ- 84% מהמנפיקים בעלי דירוג התחלתי בקבוצת ה-ilBBB נותרו בסוף תקופה של שנה באותה רמת דירוג, כאשר בוצעו העלאות דירוג לכ- 5% מהמנפיקים לקבוצת ה-ilA והורדות דירוגים לכ- 8% מהמנפיקים לקבוצת ה-ilBB. אנו שוב מדגישים כי מדגם נמוך של מנפיקים בקצוות סקאלת הדירוג מחייב בחינה זהירה של התוצאות.

מעברי דירוג לתקופה של שנה

Average 1 Year Corporate Transition Rate 1992-2011 (%)						
כמות דגימות	From/To	ilAAA	ilAA	ilA	ilBBB	ilBB
83	ilAAA	87%	12%	1%	0%	0%
703	ilAA	1%	91%	8%	0%	0%
745	ilA	0%	2%	91%	6%	0%
146	ilBBB	0%	0%	5%	84%	8%
27	ilBB	0%	0%	4%	11%	52%

מעברי דירוג לתקופה של שלוש שנים

Average 3 Year Corporate Transition Rate 1992-2011 (%)						
כמות דגימות	From/To	iiAAA	iiAA	iiA	iiBBB	iiBB
77	iiAAA	58%	39%	3%	0%	0%
590	iiAA	2%	74%	21%	1%	1%
544	iiA	0%	4%	73%	18%	2%
76	iiBBB	0%	0%	21%	55%	7%
12	iiBB	0%	0%	17%	8%	17%

מעברי דירוג לתקופה של חמש שנים

Average 5 Year Corporate Transition Rate 1992-2011 (%)						
כמות דגימות	From/To	iiAAA	iiAA	iiA	iiBBB	iiBB
66	iiAAA	47%	50%	3%	0%	0%
452	iiAA	2%	66%	28%	3%	1%
358	iiA	0%	6%	66%	20%	3%
39	iiBBB	0%	0%	38%	36%	8%
6	iiBB	0%	0%	0%	17%	33%

STANDARD & POOR'S

Maalot

השוואת יציבות דירוגים נתוני שוק מקומי מול נתונים גלובאליים לתקופה של שנה

ההשוואה בין מטריצות מעברי הדירוג שאנו מציגים לשוק המקומי ונתוני השוק הגלובאלי, בהתבסס על החברות המדרגות על ידי S&P, רלוונטיות לקבוצות ה-AA וה-A, עקב מיעוט של דירוגים בקבוצות ה-AAA ו-BBB ומטה בשוק המקומי. בקבוצות הדירוג AA ו-A רמת יציבות הדירוגים של החברות המדרגות בשוק המקומי על ידי S&P Maalot דומה לשיעור המקובל ברמה הגלובאלית. כמו כן, יש לקחת בחשבון כי נתוני השוק המקומי מתייחסים לדירוגים מקומיים בסולם הדירוג המקומי בעוד נתוני השוק הגלובאלי מתייחסים לסולם הדירוג הגלובאלי. בנוסף, נציין כי גודל המדגם הגלובאלי הינו בן עשרות אלפי תצפיות לעומת כ-1,700 תצפיות לנתוני השוק המקומי ולכן מובהקות הנתונים הגלובאליים גבוהה יותר.

	נתוני שוק גלובאלי**	נתוני שוק מקומי *
AAA/iIAAA	87%	87%
AA/iIAA	86%	91%
A/iIA	87%	91%
BBB/iBBBB	84%	84%
BB/iIBB	75%	52%

* מבוסס על החברות המדרגות על ידי S&P Maalot בין השנים 1992-2011 (דירוג לפי סולם דירוג מקומי)

* מבוסס על החברות המדרגות על ידי S&P בין השנים 1981-2011 (דירוג לפי סולם דירוג גלובאלי)

STANDARD & POOR'S

Maalot

נספח מספר 1- שיעורי מקרי חדלות פירעון גלובאלי לקבוצת דירוג BB,B, BBB ונתוני שוק מקומי ⁴

שיעור מקרי חדלות פירעון ברמה המקומית	Speculative Grade		Investment Grade	שנה
	שיעורי מקרי חדלות הפירעון בקבוצת ה-B ברמה הגלובאלית	שיעורי מקרי חדלות הפירעון בקבוצת ה-BB ברמה הגלובאלית	שיעורי מקרי חדלות הפירעון בקבוצת ה-BBB ברמה הגלובאלית	
0.0%	7.0%	0.0%	0.0%	1992
0.0%	2.6%	0.7%	0.0%	1993
0.0%	3.1%	0.3%	0.0%	1994
0.0%	4.6%	1.0%	0.2%	1995
0.0%	2.9%	0.7%	0.0%	1996
2.0%	3.5%	0.2%	0.3%	1997
1.8%	4.6%	0.8%	0.4%	1998
0.0%	7.3%	1.0%	0.2%	1999
0.0%	7.8%	1.3%	0.4%	2000
0.0%	11.2%	3.1%	0.3%	2001
0.0%	8.1%	2.8%	1.0%	2002
1.2%	4.0%	0.6%	0.2%	2003
0.0%	1.6%	0.5%	0.0%	2004
0.0%	1.7%	0.2%	0.1%	2005
0.0%	0.8%	0.3%	0.0%	2006
0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	2007
0.6%	4.0%	0.8%	0.5%	2008
2.9%	10.4%	0.7%	0.5%	2009
1.7%	0.8%	0.6%	0.0%	2010
0.6%	1.5%	0.0%	0.1%	2011
0.5%	4.4%	0.8%	0.2%	ממוצע רב שנתי
1.5%	4.2%	0.5%	0.3%	2008-2011

אופן חישוב ממוצע רב שנתי מבוסס על סכימת שיעורי חדלות פירעון של כל שנה לתקופה הרלוונטית וחלוקה במספר השנים לתקופה הנ"ל

⁴ הנתונים מבוססים על נתוני החברות המדורגות על ידי S&P

STANDARD & POOR'S

Maalot

התוכן המופיע באתר סטנדרד אנד פורס מעלות ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובאליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובאלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.