

שיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום המימון התאגידי בין השנים 2005-2017

דוח מיוחד | ינואר 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

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

עדי שניצר ברנע, אנליסטית
Adi.s@midroog.co.il

דניאל בן עמרם, עוזר מחקר
danielb@midroog.co.il

שיעורי שיקום של איגרות החוב בדירוגי מידרוג בתחום מימון תאגידי

בין השנים 2005-2017

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להציג את שיעורי השיקום של איגרות החוב מתחום המימון התאגידי שדורגו על ידי מידרוג בין השנים 2005-2017 וחל בהם אירוע כשל פירעון. בדוח מוצג ניתוח שיעורי השיקום בחתכים שונים כגון: דירוג איגרות החוב ואופק הדירוג הן טרם כשל הפירעון והן במועד כשל הפירעון, בטוחות שהועמדו למחזיקי איגרות החוב, סחירות איגרות החוב, ענף הפעילות, שנת כשל הפירעון, סוג השיקום: הסדר או פירוק וכן מאפייני איגרות החוב כגון: אג"ח להמרה/אפיק הצמדה ועוד.

מידרוג מרכזת ומפרסמת דוחות ביצועי דירוג הכוללים את מעברי הדירוג ומדדי דיוק הדירוג וזאת במטרה לייצר שקיפות ביחס לביצועי הדירוג, וזו מטרת הפירסום גם ביחס לשיעורי השיקום. יצוין כי מדגם כשלי הפירעון הינו מצומצם יחסית ולכן תצפיות בודדות עלולות להטות את התוצאות. הנתונים המובאים להלן מתייחסים למנפיקים בתחום מימון התאגידיים¹. כאשר הניתוח מוצג הן ברמת איגרות החוב והן ברמת המנפיק.

ממצאים עיקריים

- שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון הממוצע (חציון) עומד על כ- 47.37% (כ- 43.42%), סטיית תקן כ- 15.4%.
- שיעור השיקום הממוצע והחציוני במגמת ירידה ככל שעובר זמן ממועד הכשל, בבחינה ברמת המנפיק ובבחינה ברמת איגרות החוב?
- שיעור השיקום בעל שונות גבוהה יותר ככל שעובר זמן ממועד הכשל, הן בבחינה ברמת המנפיק והן בבחינה ברמת איגרות החוב.
- שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב עם בטוחות גבוה בכל נקודת זמן ביחס לשיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב ללא בטוחות. שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב עם בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עמד על כ-57.41% (כ-55.52%), וזאת בהשוואה לשיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב ללא בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון אשר עמד על כ-43.39% (כ-42.32%).
- שיעור איגרות החוב שהגיעו להסדר גבוה יחסית לשיעור איגרות החוב בפירוק, כ- 87% לעומת כ-13% גם בבחינה ברמת המנפיק, 72% לעומת 28% וגם ברמת היקף החוב, כ-94% לעומת כ-6%.
- שיעור השיקום של איגרות חוב בהסדר גבוה ביחס לשיעור השיקום של איגרות חוב בפירוק וזאת בכל נקודת זמן שנבחנה, החל מ-30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון, פער זה בין שיעורי השיקום עולה עם הזמן לאחר מועד כשל הפירעון.
- איגרות חוב עם אופציית המרה מצד המחזיק הינן בעלות שיעור שיקום גבוה יותר ביחס לאיגרות חוב ללא אופציה זו בכל נקודות הזמן שנבחנו לאחר מועד כשל הפירעון.
- ככל שאיגרת החוב דורגה בדירוג גבוה יותר 12 חודשים לפני מועד כשל הפירעון, כך שיעור השיקום שלה החל מ-60 ימים לאחר מועד כשל הפירעון היה גבוה יותר.
- ככל שאיגרות החוב דורגו בקבוצת דירוג גבוהה יותר, הן במועד כשל הפירעון והן במועד הראשון שלאחר כשל הפירעון, שיעור השיקום שלהן היה גבוה יותר, בכל נקודת זמן שנבחנה לאחר מועד כשל הפירעון וזאת ברב קבוצות הדירוג.

¹ מידרוג מדרגת עסקאות מימון מובנה ופרויקטים שאינם נכללים בנתונים המוצגים בדוח זה.

² בבחינה ברמת איגרות החוב מנגסה זו נקטעת בעלייה חד פעמית בשיעור השיקום הממוצע במעבר מ-90 ימים ל-180 ימים לאחר כשל הפירעון. עלייה זו נובעת ממשקלה הגבוה יחסית של כמות אג"ח אפריקה ישראל להשקעות בע"מ מתוך סך האג"ח, כאשר שיעורי השיקום של אג"ח אלו היו גבוהים והעלו את ממוצע שיעורי השיקום. ניתן לראות בטבלה 2 שב-360 ימים לאחר כשל הפירעון כאשר אג"ח אלו לא היו סחירות (שכן ההסדר בוצע) מנגמת היחס בין הממוצע לחציון חזרה להתנהג בהתאם.

- שיעור השיקום הינם הנמוכים ביותר בשנים בהם היקף החוב בכשל פירעון הינו הגבוה ביותר וזאת בדומה לממצאים בשווקי ההון הגלובליים.
- כאשר טווח השנים לפדיון של איגרות החוב במועד כשל הפירעון הינו עד שנה, שיעורי השיקום הינם הגבוהים ביותר, וזאת בכל נקודת זמן במהלך השנה שלאחר מועד כשל הפירעון.
- מרבית איגרות החוב בכשל פירעון שייכות לענף הנדל"ן וענף האחזקות.
- בנייתוח בחלוקה ענפית, קיומה של בטוחה ושיעור הכיסוי של בטוחה ביחס להיקף החוב הינם הגורמים המבחינים בין רמות שיעורי השיקום בכל הענפים שנבחנו.

הגדרת כשל פירעון ושיעור השיקום

הגדרת כשל פירעון

הגדרות מידרוג לכשל פירעון, מתייחסות רק למכשירי חוב או "דמוי" חוב (כגון CDS). שלושה אירועים מהווים כשל פירעון חוב:

1. אי תשלום או דחית תשלום של קרן או ריבית כהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית).
2. פניה לערכאות משפטיות בקשר לכשל פירעון של הגוף המנפיק כגון: בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים. אירועים אלו סביר שייגרמו אי תשלום או דחיה בתשלומי החוב הצפויים.
3. הצעת הסדר או ארגון מחדש של חוב כאשר: (א) החייב מציע למחזיקי האג"ח ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ומצומצמת ביחס להתחייבות המקורית (כמו למשל: מניות, אג"ח חדשות בקופון או בערך נקוב נמוכים יותר או אג"ח נחותות) ו-(ב) הצעת ההסדר נועדה לסייע לחייב להימנע מכשל פירעון.

הגדרת כשל הפירעון אינה כוללת כשל "טכני", כגון הפרות של יחסי מינוף ויחסי כיסוי חוב, אלא אם כן החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהאצת פירעון החוב, אשר עשויה להידרש במצב כזה. בעסקאות מימון מובנה כשלים "טכניים" כגון: אי עמידה ביחס נכסים להתחייבויות או הפרות מסוימות המוגדרות במסמכים המשפטיים, תשלומי ריבית שלא שולמו ולפי מסמכי העסקה ניתן לדחות תשלומים כאלו (בתוספת ריבית מתאימה) עד למועד הפירעון הסופי, אינם מהווים אירועי כשל פירעון. כמו כן, לצורך הגדרת כשל פירעון, מוחרגים תשלומים בגין התחייבויות לזמן ארוך שלא שולמו במועדם כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות אשר: (1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים ו-(2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקים לאחר גילוי הטעות).

בנוסף, בנסיבות מסוימות, תשלומים שלא שולמו במועדם ביחס לחוזים פיננסיים עשויים להיות מוחרגים, אם אי התשלום אירע כתוצאה ממחלוקת משפטית ביחס לתקפות חוזים אלו.

הגדרת שיעור השיקום

שיעור השיקום הינו שיעור החוב המוחזר למשקיעים ביחס ליתרת החוב בחברות בהן חל אירוע כשל פירעון. אנו מבחינים בין 2 שיטות לחישוב שיעור השיקום של חברות בכשל פירעון:

- שיעור השיקום הסופי (Ultimate Recovery Rate) מוגדר כשווי הסדר הנושים או תקבולי הפירוק ביחס ליתרת החוב באותו המועד (להלן: "שיעור השיקום הסופי").
- שיעור השיקום הנגזר ממחיר השוק של איגרות החוב ביחס ליתרת החוב למועד החישוב.

במחקר של מודיס נמצא כי שיעור השיקום הסופי גבוה בממוצע בכ-3% משיעור השיקום במחירי השוק³. למרות הטויה זו, מחירי המסחר 30 יום לאחר מועד כשל הפירעון מנבאים טוב את שיעור השיקום הסופי.

כמו כן, המחקר של מודיס מצא כי מחיר המסחר כ-30 יום לאחר מועד הכשל מסביר טוב יותר שינויים בשיעור השיקום הסופי מאשר מחירי המסחר במועדים מוקדמים יותר (קרובים יותר לכשל).

עוד יצוין כי נתונים ביחס לשיעורי השיקום הסופיים מורכבים יותר לאיסוף ולניתוח בשל היעדר מאגר שיעורי שיקום פומבי. חברות בהליך פירוק בדרך כלל מפסיקות לדווח עוד טרם הפירוק הסופי ובמקרים של הסדר חוב, הערכת שווי ההסדר מושפעת מהנחות שונות, וזאת בשונה ממחיר השוק שהינו נתון זמין ולא נדרשות הנחות כלשהן על מנת לעשות בו שימוש לאומדן שיעור השיקום.

לצורך בחינת שיעור השיקום בדוח זה נבחנו שיעורי השיקום כפי שנגזרים מנתוני המסחר.

³ Trading Prices as Predictors of Ultimate Corporate Recovery Rates, 2012 Moody's

אירועי כשל פירעון

מאז תחילת פעילותה של מידרוג, בשנת 2003 ונכון לדצמבר 2018, נספרו 21 אירועים של כשל פירעון של מנפיקים מתחום המימון התאגידי. היקף החוב המדורג של מנפיקים אלו למועד הכשל, נאמד בכ-20 מיליארד ₪. הדירוג הממוצע של המנפיקים שעברו אירוע כשל, 12 חודשים לפני אירוע הכשל עמד על Baa1.il. דירוגם של כ-62% 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:

שם המנפיק	שנת דירוג ראשוני	שנת דירוג בהתאם להגדרת מידרוג	ענף פעילות	סכום חוב מדורג (מיליוני ₪)*		שנת דירוג ראשוני	שנת דירוג ראשוני
				דירוג ראשוני	דירוג לפני מועד הכשל		
לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ	2006	2009	מסחר ושירותים	A3.il	A3.il	120	
פרופיט תעשיות בניה בע"מ	2007	2009	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	Baa1.il	205	
אפריקה ישראל להשקעות בע"מ	2005	2009	נדל"ן ובינוי	Aa2.il	Aa2.il	7,000	
מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ	2008	2010	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il	95	
אגרקסקו חברה ליצוא חלקאי בע"מ	2007	2011	מסחר ושירותים	A2.il	A2.il	144	
אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ	2008	2011	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il	220	
פולאר השקעות בע"מ	2007	2011	נדל"ן ובינוי	Ba1.il	A3.il	88	
אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן	2006	2011	אחזקות	A3.il	A3.il	959	
סאני אלקטרוניקה בע"מ	2010	2012	אחזקות	Baa2.il	Baa2.il	303	
סקיילקס קורפוריישן בע"מ	2009	2012	אחזקות	A3.il	A3.il	1,800	
Central European Estates NV	2007	2012	נדל"ן ובינוי	Ba2.il	Baa1.il	106	
א.לוי השקעות ובנין בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	Baa2.il	A3.il	160	
ב.ס.ר. אירופה בע"מ	2005	2012	נדל"ן ובינוי	Ba2.il	A3.il	134	
ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ	2007	2012	אחזקות	Ba1.il	A2.il	57	
אלביט הדמיה בע"מ	2006	2013	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	A2.il	2,306	
מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ	2005	2013	אחזקות	Baa2.il	Aa3.il	1,486	
לא מפורסם**	2007	2014	בתי השקעות	Baa3.il	A3.il	66	
Mirland Development Corporation Plc	2008	2014	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	A3.il	979	
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	2010	2015	קמעונאות	A3.il	A1.il	385	
Urbancorp Inc	2015	2016	נדל"ן ובינוי	A3.il	A3.il	180	
אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ	2011***	2016	נדל"ן ובינוי	Baa1.il	Baa2.il	3,300	

טבלה 1. רשימת מנפיקים שאירע בהם אירוע כשל פירעון

*בסמוך למועד כשל הפירעון.

**כשל פירעון זה שוקם במלואו.

***שנת הדירוג הראשוני לאחר הסדר החוב הראשון של החברה.

לצורך בחינת שיעורי השיקום במחירי שוק נכללו במדגם 68 אגרות חוב של 17 מנפיקים שונים ב-18 מקרי כשל. בחינת שיעורי השיקום בוצעה ביחס לדירוגי המימון התאגידי בין השנים 2005 (שנת הדירוג הראשוני) ועד 2017 (360 ימים לאחר מועד הכשל האחרון). במדגם לא נכללו איגרות החוב של שתי חברות שאיגרות החוב שלהן אינן רשומות למסחר וכן איגרות חוב של חברה נוספת שאיגרות החוב שלה הושעו ממסחר בסמוך לכשל הפירעון. מנפיק נוסף נכלל פעמיים בשל שני מקרי כשל בשנים שונות.

שיטת הערכת שיעור השיקום

מחירי השוק המשמשים בדוח זה נאספו מנתוני הבורסה בשדה "שווי שוק" ביחס לכל איגרת חוב (להלן: "שווי שוק").

יתרת החוב (להלן: "יתרת החוב") למועד שווי השוק הנבחן חושבה כדלקמן:

לכל אג"ח נבנה לוח סילוקין שכולל את רכיבי התשלום בהתאם לתנאיו, החל ממועד התשלום הראשון של הריבית ו/או הקרן ועד 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון. לכל איגרת חוב חושבה יתרת החוב למועד בחינת שיעור השיקום בהתאם לטווחים שהוגדרו (יום אחד לאחר מועד הכשל, 30 ימים לאחר מועד הכשל וכו'), לרבות הרכיבים הבאים:

- ריבית צבורה⁴
- הצמדה בהתאם לתנאי איגרת החוב
- עדכוני ריבית בהתאם לתנאי איגרת החוב כגון: ריבית פיגורים, העלאת ריבית בהתאם לתנאי איגרת החוב וכו'.
- עדכונים בדבר שינויים במצבת ההון ומועדים ותשלומים של איגרת החוב בהתאם לדיווחים במא"ה ומסמכים משפטיים⁵

יתרת החוב חושבה באופן הבא:

1. באיגרות חוב ללא הצמדה (שקלי או ריבית משתנה) - יתרת הערך הנקוב לסוף יום קודם מוכפלת במקדם צבירת הריבית⁶. ביחס לאיגרות החוב בריבית משתנה שתנאיהן הוגדרו כמרווח בין אג"ח ממשלתי בריבית משתנה או ביחס לריבית ליבור. החישוב בוצע ביחס לריבית הבסיס הרלוונטית. יצויין כי באג"ח ממשלתית אחת אשר נפדתה לא מפורסמים נתוני הריביות שנקבעו ועל כן התשואה לפדיון של אג"ח זו נלקחה כקירוב בחישוב היומי של הריבית הצבורה. ריבית אג"ח זו משמשת כבסיס לחישוב הריבית ב-3 איגרות חוב במדגם.

2. באיגרות חוב צמודות (מדד מחירים לצרכן/שער הדולר) - יתרת הערך הנקוב לסוף יום קודם ללא הצמדה מוכפלת בהצמדה (המדד היומי מחולק במדד הבסיס⁷) מוכפלת במקדם צבירת הריבית⁸.

שיעור השיקום בדוח זה חושב כיחס בין שווי השוק ויתרת החוב כהגדרתם לעיל.

נתונים נוספים ששימשו לאומדן שווי בטוחות מתוארים בהמשך דוח זה בסעיפים הרלוונטיים.

תיאור נתוני השיקום

אגרות החוב שהועמדו להן בטוחות מהוות כ- 28% ממספר אגרות החוב במסד הנתונים ואגרות החוב להמרה מהוות כ- 6% ממספר אגרות החוב במסד הנתונים. בנוסף, אגרות החוב מחולקות לאפיקי הצמדה: צמוד מדד (כ-74%), שקלי (כ-16%), משתנה (כ-9%), דולרי (כ-1%).

הענפים אליהם משתייכות אגרות החוב במדגם הינם אחזקות (כ-31% ממספר איגרות החוב), מסחר ושירותים (כ-1.5% ממספר איגרות החוב), נדל"ן ובינוי (כ-66% ממספר איגרות החוב) וקמעונאות (כ-1.5% ממספר איגרות החוב).

שיעורי השיקום והיקף החוב נבחנו במספר מועדים לאחר מועד כשל הפירעון ובין היתר במועדים הבאים: יום אחד, 30 ימים, 60 ימים, 90 ימים, 180 ימים, 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון.

⁴ נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח 3.

⁵ בימים לאחר מועד כשל הפירעון בהם לא התקיים מסחר, נלקח הערך המקורב ביותר למועד הדרוש.

⁶ ראה נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח.

⁷ חישוב הצמדה לוקח בחשבון את "רצפת המדד", ככל שהוגדר בתנאי האג"ח.

⁸ ראה נוסחה לחישוב צבירת הריבית היומית בנספח.

שיעור השיקום הממוצע יום לאחר כשל הפירעון הינו כ- 50.44%, שיעור השיקום החציוני הינו כ- 46.95% וסטיית התקן ברמת אגרות החוב הינה כ- 17.5%. בנוסף, היקף החוב עומד על כ-20 מיליארד ₪. היקפי החוב לאיגרת חוב למועד כשל הפירעון נעים בין כ- 14 מיליון ₪ ל-1,860 מיליון ₪.

הדירוג ואופק הדירוג לצורך דוח זה נבדקו בדירוג הראשוני, 12 חודשים לפני מועד הכשל, במועד הכשל ובמועד הדירוג הראשון לאחר כשל הפירעון.

התפלגות השנים של קביעת הדירוג הראשוני הינה: 2005-2011, התפלגות מועדי כשל הפירעון הינה: 2009-2016, התפלגות מועדי הפירעון הסופי המקורי הינה: 2009-2025.

התפלגות שיעורי השיקום

להלן תיאור שיעורי השיקום במדגם בחלוקה לימים לאחר כשל הפירעון. בטבלה 2 להלן מוצגים שיעורי השיקום ברמת איגרות החוב ובטבלה 3 מוצגים שיעורי השיקום ברמת המנפיק:

שיעורי שיקום של איגרות החוב. בחלוקה לימים לאחר כשל פרעון

ימים לאחר כשל פירעון	שיעור שיקום ממוצע	שיעור שיקום חציוני	שיעור שיקום מינימלי	שיעור שיקום מקסימלי	סטיית תקן של שיעור השיקום	מספר איגרות חוב	סה"כ היקף חוב (אלפי ₪)
1	50.44%	46.95%	8.27%	92.33%	17.5%	68	19,829,068
30	47.37%	43.42%	5.68%	94.28%	15.4%	67	19,571,488
60	45.84%	44.61%	5.85%	90.93%	14.9%	66	19,475,800
90	45.21%	43.32%	6.99%	89.99%	16.8%	65	19,581,644
180	50.08%	42.32%	6.94%	96.49%	22.5%	65	18,963,143
360	42.62%	35.62%	5.58%	98.98%	25.4%	51	11,521,561

טבלה 2. שיעורי שיקום של איגרות החוב

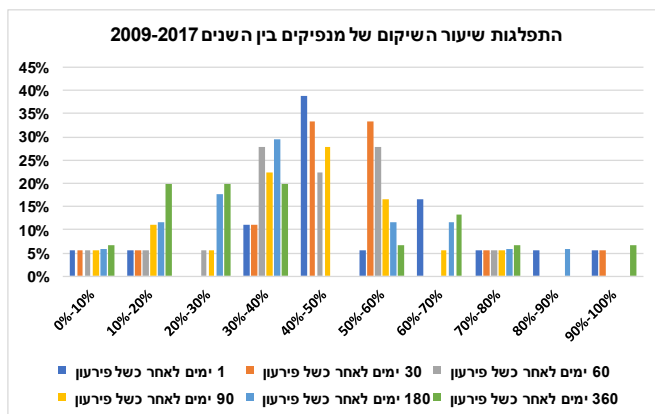
שיעורי שיקום ברמת הממוצע למנפיק. בחלוקה לימים לאחר כשל פרעון

ימים לאחר כשל פירעון	שיעור שיקום ממוצע	שיעור שיקום חציוני	שיעור שיקום מינימלי	שיעור שיקום מקסימלי	סטיית תקן של שיעור השיקום	מספר מנפיקים	סה"כ היקף חוב (אלפי ₪)
1	50.69%	48.37%	8.27%	92.33%	20.5%	18	19,829,068
30	46.97%	45.62%	5.68%	91.99%	18.3%	18	19,571,488
60	41.62%	43.25%	5.85%	71.41%	15.8%	17	19,475,800
90	40.70%	43.32%	6.99%	77.00%	19.0%	17	19,581,644
180	41.17%	38.42%	6.94%	89.04%	23.5%	17	18,963,143
360	38.29%	30.53%	5.58%	96.04%	25.7%	15	11,521,561

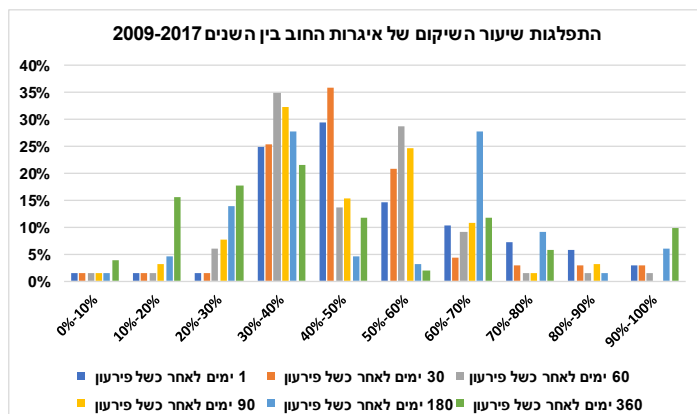
טבלה 3. שיעורי שיקום של מנפיקים

ניתן לראות כי שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד הכשל עומד על כ-47.37% (כ-43.42%) ונמצא במגמת ירידה ככל שעובר הזמן ממועד הכשל הן בבחינת שיעורי השיקום הממוצעים ברמת המנפיק והן בבחינת שיעורי השיקום ברמת איגרות החוב. מגמה זו נקטעת בעלייה חד פעמית בשיעור השיקום הממוצע במעבר מ-90 ימים ל-180 ימים לאחר כשל הפירעון. עלייה זו נובעת ממשקלה הגבוה יחסית של כמות אג"ח אפריקה ישראל להשקעות בע"מ מתוך סך האג"ח, כאשר שיעורי השיקום של אג"ח אלו היו גבוהים והיטו את הממוצע כלפי מעלה. ניתן לראות בטבלה 2 ש-360 ימים לאחר כשל הפירעון כאשר אג"ח אלו לא היו רשומות למסחר (שכן ההסדר בוצע) מגמת היחס בין הממוצע לחציון חזרה להתנהג בהתאם. ברמת המנפיק שיעור השיקום הממוצע (חציוני) עומד על כ-46.97% (45.62%) 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון.

להלן תרשימי התפלגות שיעורי השיקום של איגרות החוב (תרשים 1) והמנפיקים (תרשים 2) בחלוקה לימים לאחר כשל הפירעון.



תרשים 2. התפלגות שיעור השיקום של מנפיקים

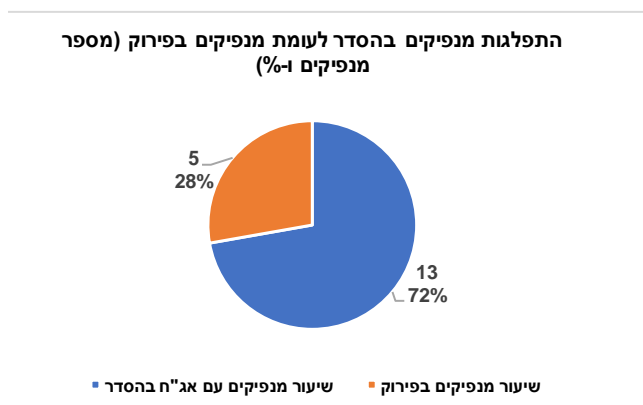


תרשים 1. התפלגות שיעור השיקום של איגרות החוב

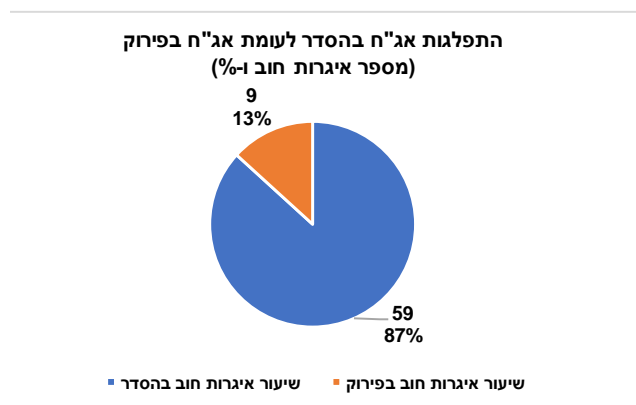
מתרשימים אלו עולה כי שיעור השיקום במרבית איגרות החוב נע בין 30%-60% עד 90 ימים ממועד כשל הפירעון. כמו כן, בשיעור השיקום של איגרות החוב 180 ימים ו-360 ימים לאחר כשל הפירעון קיים פיזור גדול יותר בשיעור השיקום ביחס לשיעור השיקום של איגרות החוב עד 90 ימים ממועד כשל הפירעון.

חוב בהסדר לעומת חוב בפירוק

כ-59 מתוך 68 איגרות החוב שבמדגם הגיעו להסדר לעומת 9 איגרות חוב בפירוק. חלוקה זו דומה לממצאים בשוקי ההון הגלובליים בהם שיעור ההסדר גבוה יחסית ונמצא במגמת עלייה בהשוואה לפירוקים, וזאת בעיקר כתוצאה משיעור השיקום הגבוה יותר לכלל השחקנים באמצעות הסדר בהשוואה לפירוק. בתרשימים 3 ו-4 מוצגת ההתפלגות בין הסדר לפירוק ברמת מספר איגרות החוב ומספר המנפיקים, בהתאמה.

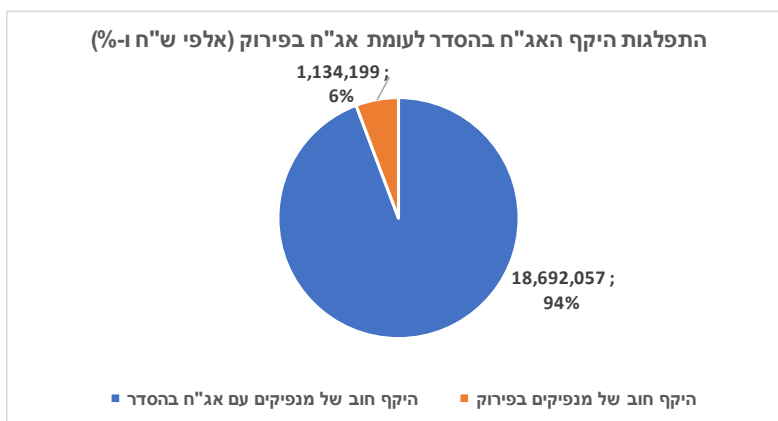


תרשים 4. התפלגות מנפיקים בהסדר לעומת מנפיקים בפירוק



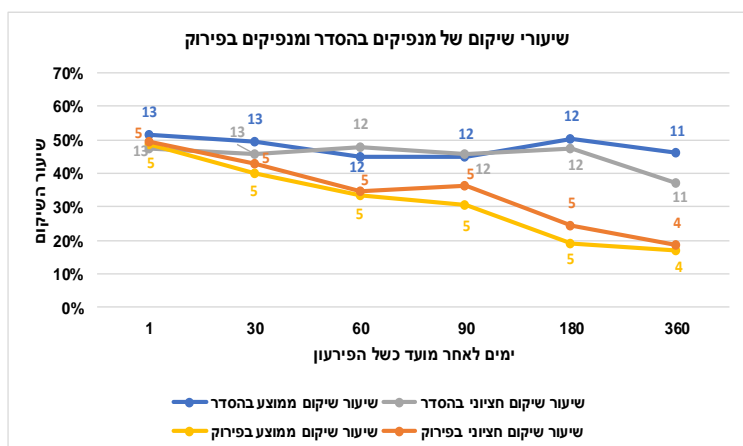
תרשים 3. התפלגות אג"ח בהסדר לעומת אג"ח בפירוק

מהתרשימים עולה כי שיעור איגרות החוב (המנפיקים) בהסדר עומד על כ-87% (72%). בתרשים 5 להלן מוצגת ההתפלגות ברמת היקף החוב.

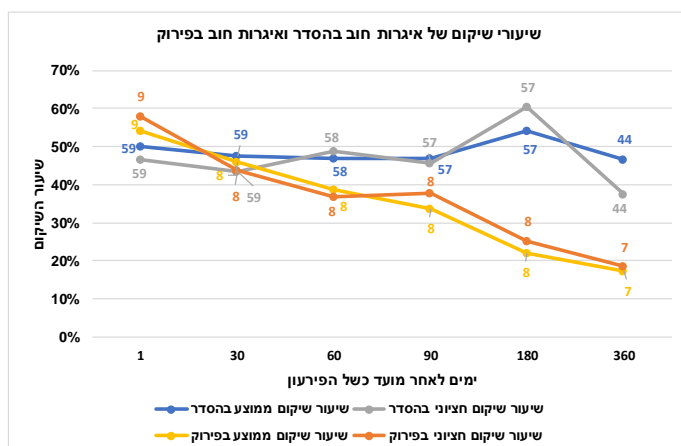


תרשים 5. התפלגות היקף אג"ח בהסדר לעומת היקף אג"ח בפירוק

מהתרשים עולה כי שיעור היקף האג"ח בהסדר עומד על כ-94% בהשוואה להיקף האג"ח בפירוק העומד על כ-6% בלבד. בתרשימים^{6 ו-7} להלן מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים והחציוניים של חוב בהסדר בהשוואה לחוב בפירוק וזאת ברמת איגרות החוב והן ברמה הממוצעת למנפיק, בהתאמה.



תרשים 7. שיעורי שיקום של מנפיקים בהסדר לעומת מנפיקים בפירוק



תרשים 6. שיעורי השיקום של אג"ח בהסדר לעומת אג"ח בפירוק

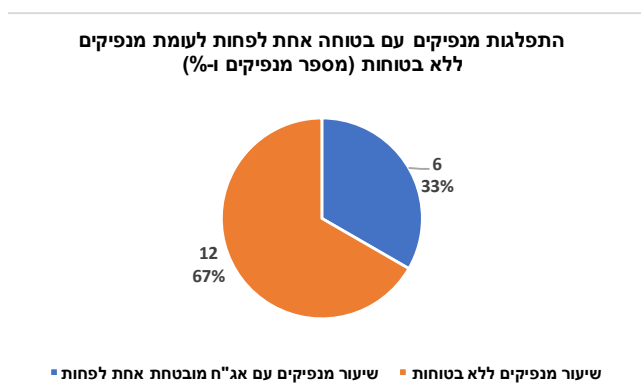
מתרשימים 6 ו-7 עולה כי שיעורי השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בהסדר גבוה יחסית לשיעור השיקום של איגרות חוב ומנפיקים בפירוק. מתרשים 6 עולה כי שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-47.54% (כ-43.42%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 30 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-46.08% (כ-43.62%).

בנוסף, ניתן לראות כי שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב בפירוק במגמת ירידה ככל שעובר זמן ממועד כשל הפירעון. שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב בהסדר 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עומד על כ-46.66% (כ-37.54%), בהשוואה לאיגרות חוב בפירוק ששיעור השיקום הממוצע (חציוני) שלהן 360 ימים לאחר כשל הפירעון עומד על כ-17.23% (כ-18.39%). מתרשים 7 עולה כי שיעורי השיקום הממוצעים ברמת המנפיק במגמה זהה.

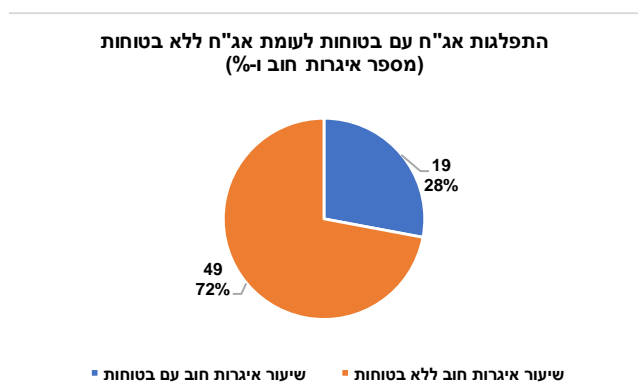
⁹ בתרשים 6 ו-7 וכן בכל התרשימים מסוג בהמשך דוח זה, מספר התצפיות ששימשו לחישוב הנתון, מצוין על גבי התרשים בסמוך לנתון המוצג.

חוב עם בטוחות לעומת חוב ללא בטוחות

שיעור איגרות החוב אשר במסגרת תנאיהן מועמדות למחזיקים בטוחות נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות. המדגם כולל 19 איגרות חוב עם בטוחות מתוך 68 איגרות חוב. בתרשים 8 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב שבמדגם בחלוקה לאיגרות חוב עם בטוחות וללא בטוחות. בתרשים 9 להלן מוצגת התפלגות המנפיקים במדגם בחלוקה למנפיקים אשר להם אג"ח מובטחת אחת לפחות לעומת מנפיקים שאיגרות החוב שלהם ללא בטוחות.

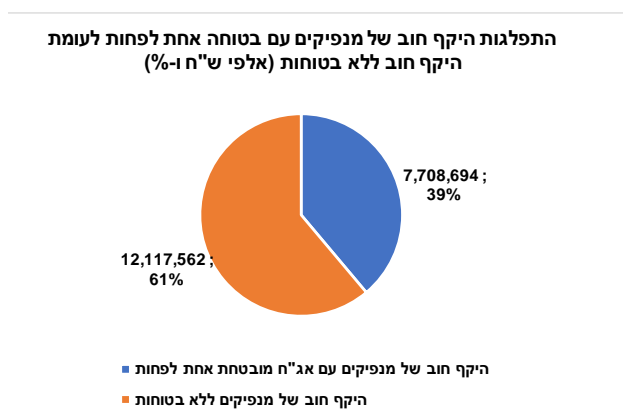


תרשים 9. התפלגות מנפיקים עם בטוחות לעומת מנפיקים ללא בטוחות

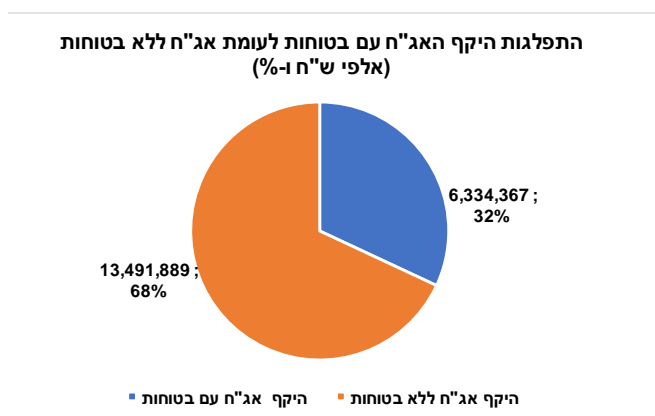


תרשים 8. התפלגות אג"ח עם בטוחות לעומת אג"ח ללא בטוחות

מתרשים 8 עולה כי כ-28% מאיגרות החוב הינן איגרות חוב אשר למחזיקים בהן הועמדה בטוחה. מתרשים 9 עולה כי שיעור המנפיקים אשר להם לפחות אג"ח אחת עם בטוחה עומד על כ-33%. בתרשים 10 להלן מוצגת התפלגות היקף האג"ח עם בטוחות בהשוואה להיקף האג"ח ללא בטוחות. בתרשים 11 מוצגת התפלגות היקף החוב של מנפיקים עם בטוחה אחת לפחות בהשוואה להיקף חוב של מנפיקים ללא בטוחות.



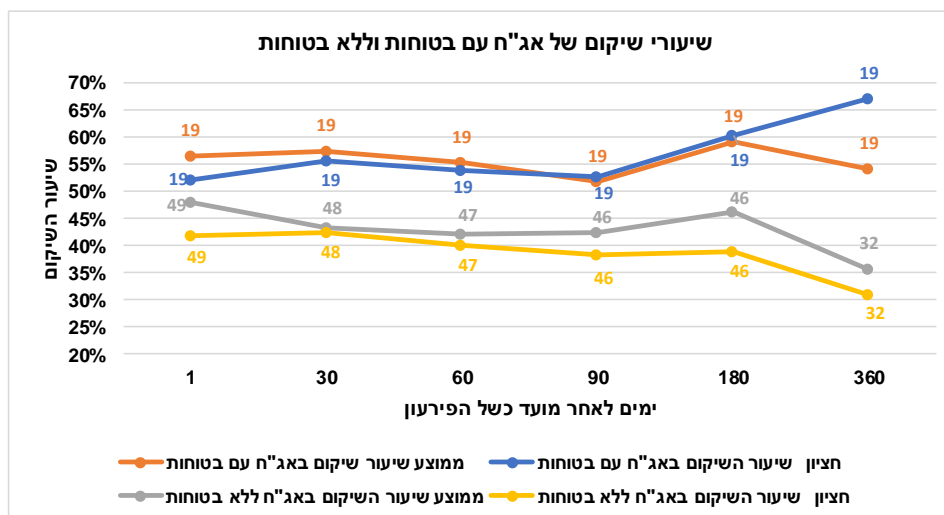
תרשים 11. התפלגות היקף חוב של מנפיקים עם בטוחה אחת לפחות לעומת היקף חוב של מנפיקים ללא בטוחות



תרשים 10. התפלגות היקף האג"ח עם בטוחות לעומת היקף אג"ח ללא בטוחות

מתרשים 10 עולה כי שיעור האג"ח עם בטוחות עומד על כ-32% מהיקף האג"ח במדגם במועד כשל הפרעון. מתרשים 11 עולה כי היקף החוב של מנפיקים אשר להם לפחות סדרת חוב אחת עם בטוחות עומד על כ-39% מכלל החוב במועד כשל הפרעון במדגם.

כמו כן, במדגם הנבחן היקף הסדרות עם בטוחות הינו גבוה יותר בממוצע בהשוואה לסדרות ללא בטוחות וכן כי בממוצע היקף החוב הכולל של מנפיקים אשר להם סדרה אחת עם בטוחות לפחות גבוה בהשוואה להיקף החוב של מנפיקים ללא בטוחות. בתרשים 12 להלן מוצג שיעור השיקום הממוצע והחציוני של איגרות חוב עם בטוחות בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות ללא בטוחות למועדים שונים לאחר מועד כשל הפירעון.



תרשים 12. שיעור שיקום של איגרות חוב עם בטוחות בהשוואה לאג"ח ללא בטוחות

מהתרשים עולה כי שיעורי השיקום הממוצע והחציוני של איגרות החוב בהן הועמדו לטובת המחזיקים בטוחות, גבוה בהשוואה לשיעור השיקום של איגרות החוב ללא בטוחות בכל נקודת זמן.

שיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב עם בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון עמד על כ-57.41% (55.52%), וזאת בהשוואה לשיעור השיקום הממוצע (חציוני) של איגרות חוב ללא בטוחות 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון אשר עמד על כ-43.39% (כ-42.32%).

בהקשר זה יצוין כי גם בניתוח גרסיה ליניארית בו נבחנו משתנים מסבירים שונים המשפיעים על שיעור השיקום, **מקדם הבטוחות נמצא כמקדם מובהק במגוון הגדרות של משתנים מסבירים וכן נמצא כי קיומה של בטוחה מעלה את שיעור השיקום בכ-16%**.

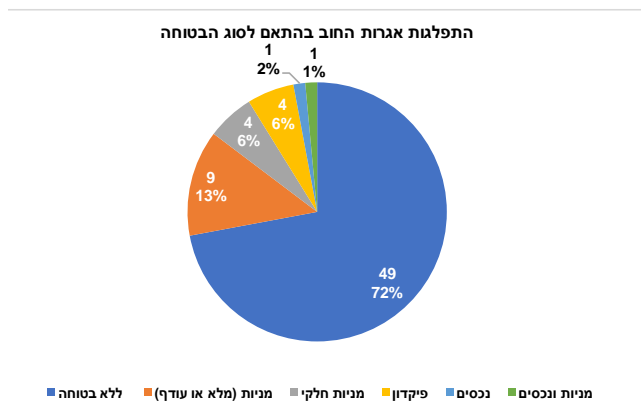
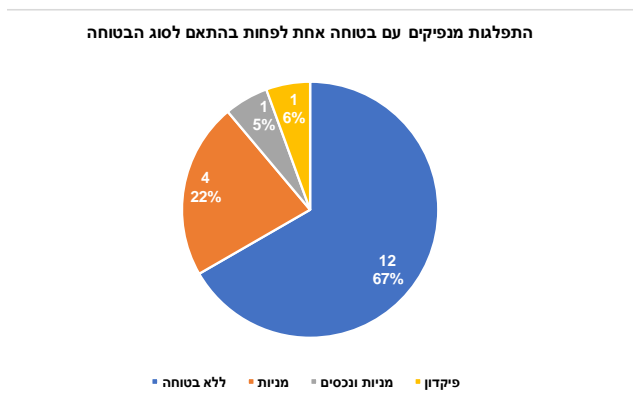
שיעורי השיקום של חוב עם בטוחות בהתאם למאפייני הבטוחה

סוגי בטוחות

לצורך בחינת השפעות מאפייני הבטוחה על שיעור השיקום סווגו הבטוחות ל-4 סוגים:

- מניות - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי 100% החוב, לפחות.
- מניות חלקי - כאשר במועד ההנפקה שועבדו לטובת מחזיקי האג"ח מניות בשווי הנמוך מהיקף החוב.
- נכסים - נכסי נדל"ן.
- פיקדון.

בתרשים 13 להלן מוצגת התפלגות איגרות החוב במדגם בהתאם לסוג הבטוחה. כאמור מתוך 68 איגרות החוב שנבחנו במדגם ל- 19 איגרות חוב שועבדה בטוחה. בתרשים 14 מוצגת התפלגות סוגי הבטוחה ברמת המנפיק כאשר מנפיקים להם סדרה אחת לפחות עם בטוחה נספרו כמנפיקים עם בטוחה¹⁰.



תרשים 14. התפלגות מנפיקים (עם סדרת חוב מובטחת אחת לפחות) לפי סוג הבטוחה

תרשים 13. התפלגות איגרות החוב לפי סוג הבטוחה

מתרשים 13 עולה כי רוב איגרות החוב במדגם הונפקו ללא בטוחה ומבין איגרות החוב המבטוחות סוג הבטוחה השכיח הינו בטוחה של מניות (9 איגרות חוב), כאשר ב-2 איגרות חוב בלבד (של אותו מנפיק) ניתן שעבוד גם על נכסים. כמו כן לבטוחות מסוג מניות חלקי ופיקדון ישנו משקל שווה במדגם (4 איגרות חוב בכל אחד מהסיווגים). בנוסף, חשוב לציין שהתפלגות סוג הבטוחות נשאר זהה לאורך כל תקופת המדגם, כלומר איגרות חוב עם בטוחות לא נמחקו מהמדגם 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון. מתרשים 14 עולה כי מתוך 6 מנפיקים במדגם אשר באיגרות החוב שלהם הועמדו בטוחות ל-4 מנפיקים (22%) נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות" ולמנפיק אחד נכללה לפחות איגרת חוב אחת מגובה בטוחה מסוג "מניות ונכסים" ומסוג "פיקדון", לכל אחד.

שיעורי כיסוי הבטוחה ושיעור השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון

בנוסף לבחינת סוג הבטוחות אשר הועמדו לטובת מחזיקי איגרות החוב במדגם כמתואר לעיל, נבחנו מאפייני הבטוחה בהיבט שיעור כיסוי הבטוחה ביחס להיקף החוב, והשפעת שיעור הכיסוי על שיעור השיקום של איגרות החוב. שיעור הכיסוי הוגדר כיחס שבין שווי הבטוחה לבין היקף החוב במועד כשל הפירעון. כאשר שווי הבטוחה נבחן כדלקמן: בבטוחות מסוג מניות כשווי השוק של המניות למועד כשל הפירעון, בבטוחות מסוג נכסים שווי הנכס הוערך בהתאם להערכת השווי המוצגת במסמכי האג"ח ובתשקיף¹¹ ובפיקדון המפורט בתשקיף האג"ח. להיקף הפיקדון המפורט בתשקיף האג"ח.

בטבלה 12⁴ להלן מוצגים שיעורי כיסוי הבטוחה במועד כשל הפירעון כהגדרתם לעיל ושיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי סוג הבטוחה.

¹⁰ למנפיק אחד במדגם נכללו שתי סדרות אשר לטובת המחזיקים באחת הסדרות הועמדו בטוחות מסוג נכסים ובסדרה השנייה בטוחות מסוג מניות ונכסים, בתרשים 14 סווג כבטוחה מסוג "מניות ונכסים". כמו כן, לצורכי הצגת הנתונים בתרשים 14 ברמת המנפיק סיווג "מניות חלקי" אחד עם "מניות".

¹¹ איגרת חוב אחת במדגם.

¹² שיעורי הכיסוי הבטוחה מסוג "מניות ונכסים" מסומן בטבלה כ- NR שכן בגין איגרת חוב זו שועבדו מניות שאינן סחירות וכן נכסים, כאשר נראה כי מרבית הבטוחה הינה מניות ולכן לא חושב יחס הכיסוי עברה.

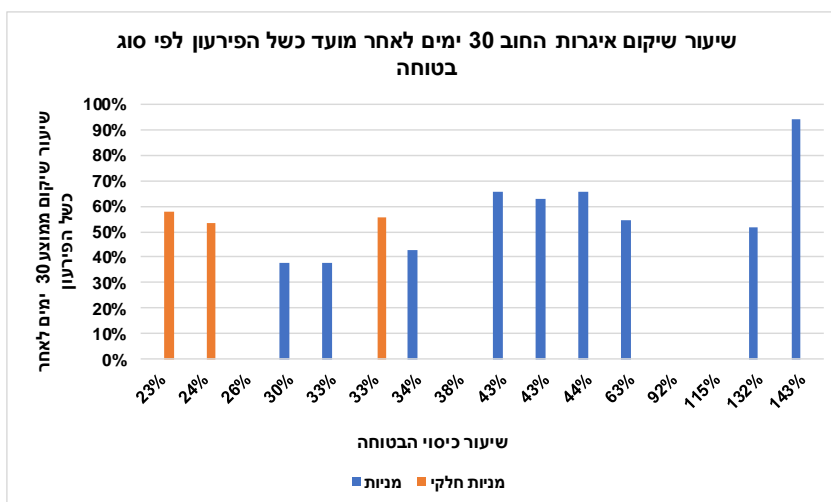
כיסוי בטוחה ממוצע במועד הכשל בהתאם לסוגי בטוחות

שעור שיקום 30 ימים לאחר מועד כשל	מספר איגרות חוב	כיסוי בטוחה		סוג בטוחה
		כיסוי בטוחה מינימלי	מקסימלי	
58%	1	115%	115%	נכסים
57%	9	30%	143%	מניות
54%	4	21%	92%	פיקדון
56%	4	23%	33%	מניות חלקי
83%	1	NR	NR	מניות ונכסים
62%	19	23%	132%	כל סוגי הבטוחות

טבלה 4. שעור כיסוי הבטוחה ושיעור השיקום באיגרות החוב

מהנתונים בטבלה 4 עולה כי שיעור השיקום הגבוה ביותר הינו של בטוחות הכוללות נכסים וכן ניתן לראות כי לשיעור הכיסוי של הבטוחה ישנה השפעה על שיעורי השיקום. יחד עם זאת בבטוחה מסוג מניות נראה כי השונות בין שיעורי השיקום גבוהה יחסית ושיעורי הכיסוי הטובים יחסית של הבטוחות אינם באים לידי ביטוי במלואם בשיעור השיקום. נראה כי בשונה מבטוחות מסוג נכסים (של מנפיק אחד בלבד), בבטוחות מסוג מניות¹³, הידרדרות מחיר המניות אירעה בד בבד עם איגרות החוב. בהעדר מנגנונים של השלמת בטוחות ותנדטיות המניות בכלל ובפרט בקרות אירוע כשל בקבוצה, שיעורי השיקום הציגו אף הם שונות גבוהה ויחד עם זאת שיעורי שיקום באג"ח אלו היו גבוהים בהשוואה לשיעורי השיקום באג"ח ללא בטוחות.

בתרשים 15 מוצגת התפלגות שיעורי כיסוי הבטוחה ושיעורי השיקום 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון בהתאם לסוג הבטוחה. סוגי הבטוחה נכסים, פיקדון ומניות ונכסים לא מוצגים בתרשים בשל מיעוט תצפיות¹⁴.



תרשים 15. התפלגות שיעורי כיסוי הבטוחה ביום הכשל בהתאם לשיעור שיקום 30 ימים לאחר מועד הכשל, בפילוח לפי סוג בטוחות ברמת איגרת החוב.

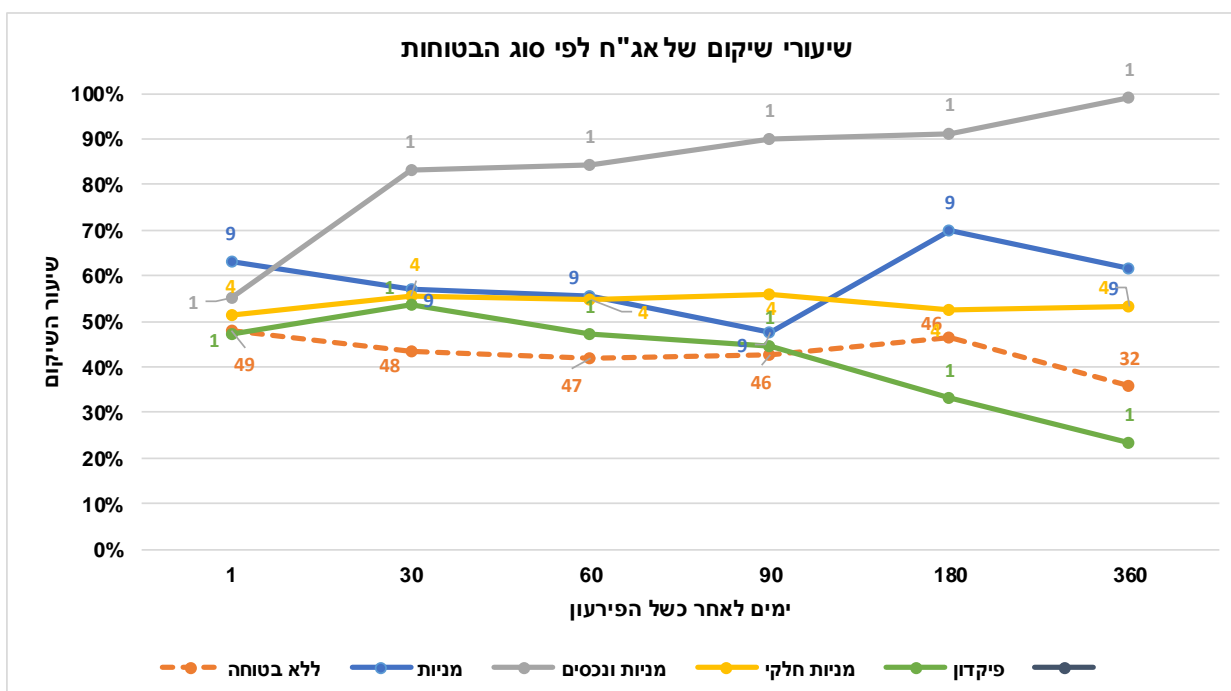
¹³ המניות ששועבדו לטובת המחזיקים באיגרות החוב שבמדגן היו של חברות הקשורות למנפיק.

¹⁴ שיעור השיקום (שיעור הכיסוי) של כל אחד מסוגי הבטוחות שלא נכללו בתרשים: שיעור השיקום של אג"ח מגובות בשעבוד "נכסים" כ- 57.6% ושיעור כיסוי הבטוחה למועד כשל הפירעון הינו כ-115%. שיעור השיקום של אג"ח מגובות בשעבוד "מניות ונכסים" הינו 83.2%. שיעור כיסוי הבטוחה לא מחושב שכן המניות אינן סחירות. אג"ח מגובות בשעבוד "פיקדון" הינו של מנפיק אחד לא נכללו בתרשים, שיעורי השיקום הממוצע של אג"ח מגובות בשעבוד "פיקדון" כ- 53.7% ושיעור כיסוי הבטוחה למועד כשל הפירעון הינו כ- 43.4%.

מתרשים 15 ניתן לראות כי קיימת שונות גבוהה יחסית בין שיעורי השיקום של איגרות חוב אשר לטובתן נרשמו בטוחות עם שיעורי כיסוי חוב שונים. יחד עם זאת, נראה כי שיעור השיקום במקרים בהם שיעור כיסוי הבטוחה היה גבוה יותר, היו גבוהים יותר במוצג. שיעור הכיסוי הממוצע באג"ח מגובה בשעבוד מסוג "מניות" הינו כ-56.9% וזאת בהשוואה לשיעור הכיסוי הממוצע באג"ח מגובה שעבוד מסוג "מניות חלקי" שהינו כ-55.7%.

שיעור שיקום לפי סוג הבטוחה על פני זמן

בתרשים 16 מוצג שיעור השיקום של איגרות החוב בחלוקה לפי סוג הבטוחות ובהשוואה לאיגרות חוב ללא בטוחות למועדים שונים לאחר מועד כשל הפירעון.

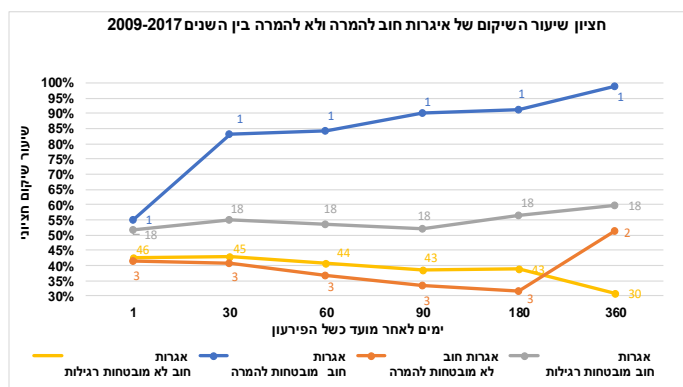


תרשים 16. שיעור שיקום של איגרות חוב בחלוקה לסוג הבטוחה

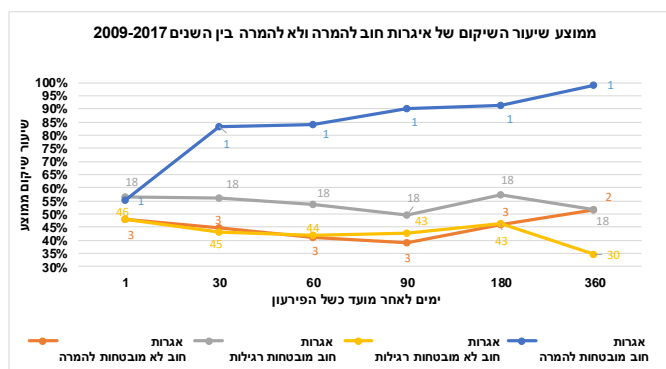
מהתרשים עולה כי שיעור השיקום של איגרות החוב שלטובתן הועמדו בטוחות מסוג מניות ונכסים הינו הגבוה ביותר בכל נקודת זמן החל מ-30 יום לאחר מועד הכשל, בשונה מאיגרות החוב שלטובתן הועמדו בטוחות מסוג "מניות" ו"מניות חלקי" מצילות שיעורי שיקום דומים עד 90 ימים לאחר מועד הכשל, ולאחר מועד זה שיעור השיקום של בטוחות מסוג "מניות" עולה משמעותית. כל שיעורי השיקום של איגרות החוב אשר למחזיקים בהן הועמדו בטוחות היו גבוהים לאורך זמן בהשוואה לאיגרות חוב ללא בטוחות.

חוב להמרה מצד המחזיק לעומת חוב רגיל

4 מתוך 68 איגרות החוב שבמדגם הינן איגרות חוב עם אופציה להמרה מצד המחזיק באג"ח. חלק מתמחור איגרות החוב כולל רכיב של אופציה זו, ובפרט לאחר כשל הפירעון, נצפה כי שיעורי השיקום באיגרות חוב אלו יהיו גבוהים יותר וזאת על אף שבכשל פירעון מחירה של האופציה אמור להיות שולי. בתרשימים 17 ו-18 להלן מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים והחציונים לטווחי זמן שונים לאחר כשל הפירעון של איגרות החוב עם אופציית ההמרה וכן של איגרות חוב ללא אופציית ההמרה, על מנת לקחת בחשבון את השפעת הבטוחה על תמחור איגרות החוב ולכן גם על שיעורי השיקום, שיעורי השיקום של איגרות החוב להמרה ושאינן להמרה מוצגות בחלוקה לאיגרות חוב עם בטוחות וללא בטוחות.



תרשים 18. שיעורי השיקום החציוני של איגרות חוב להמרה בהשוואה לאיגרות חוב שאינן להמרה בחתך לאיגרות חוב עם בטוחות וללא בטוחות

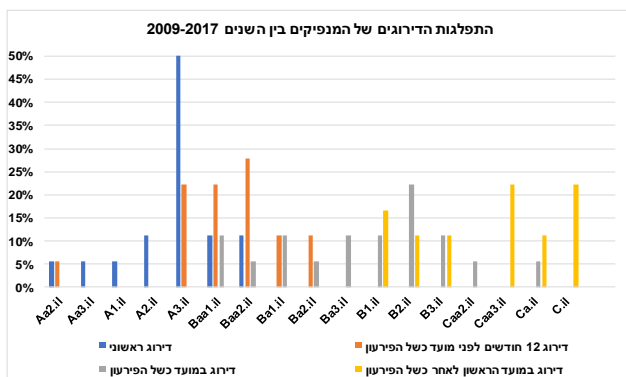


תרשים 17. שיעורי השיקום הממוצע של איגרות חוב להמרה בהשוואה לאיגרות חוב שאינן להמרה בחתך לאיגרות חוב עם בטוחות וללא בטוחות

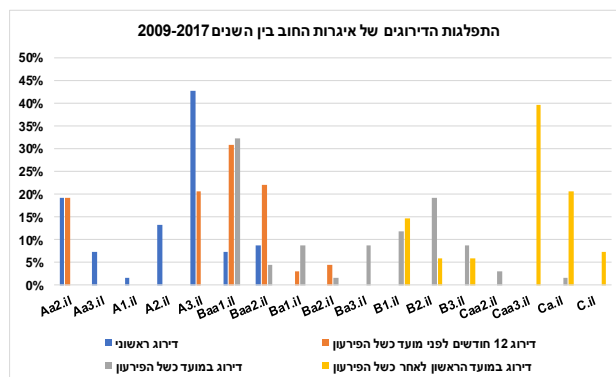
מתרשמים 17 ו-18 עולה כי איגרת החוב עם אופציית המרה למניות מצד המשקיע שבנוסף לכך שועבדו לטובת המשקיעים בטוחות הינה בעלת שיעור השיקום הממוצע והחציוני הגבוה ביותר לאורך כל תקופות הזמן לאחר מועד כשל הפירעון. כמו כן בתרשים 17 ניתן לראות שעד 180 ימים לאחר מועד הכשל שיעור השיקום הממוצע של איגרות חוב רגילות ללא בטוחות זהה לשיעור השיקום הממוצע של איגרות חוב ללא בטוחות להמרה, ושהינן להמרה, 360 ימים לאחר מועד כשל הפירעון שיעור השיקום הממוצע (חציוני) לאיגרות חוב ללא בטוחות להמרה הינו כ- 51.45% (כ-51.45%) לעומת כ- 34.73% (כ-30.98%) של איגרות חוב רגילות ללא בטוחות. כלומר ישנה השפעה גם לאופציית ההמרה והיא כמשוער משפיעה לחיוב על מחיר האג"ח ולכן גם על שיעור שיקום החוב. בהקשר זה יצוין כי אג"ח רגילות עם בטוחות רשמו שיעורי שיקום גבוהים בהשוואה לאג"ח להמרה ללא בטוחות ומכאן ניתן להסיק כי השפעת הבטוחות על שיעור השיקום גוברת על השפעת אופציית ההמרה וזאת כמשוער בחברות בכשל פירעון.

שיעורי שיקום ודירוג

לצורך בחינת הקשר בין הדירוג לבין שיעורי השיקום, נבחנו הדירוגים של איגרות חוב שהגיעו לכשל פירעון על פני 4 נקודות זמן שונות: הדירוג הראשוני שניתן למנפיק ולאגרת החוב, הדירוג 12 חודשים לפני מועד כשל הפירעון, הדירוג במועד כשל הפירעון וכן הדירוג במועד הדירוג הראשון לאחר כשל הפירעון¹⁵. להלן התפלגות הדירוגים בנקודות זמן שונות של איגרות החוב (תרשים 19) והמנפיקים¹⁶ (תרשים 20) בכשל פירעון.

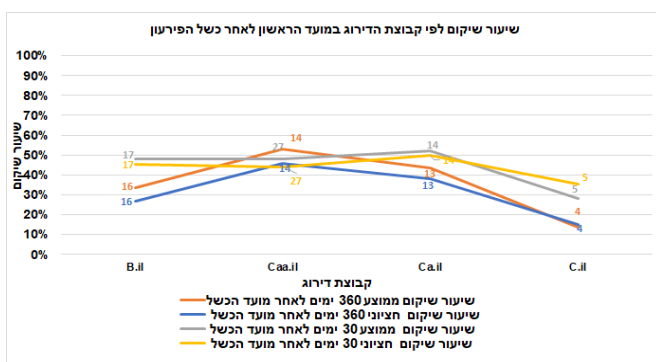


תרשים 20. התפלגות דירוגי המנפיקים בין השנים 2005-2017

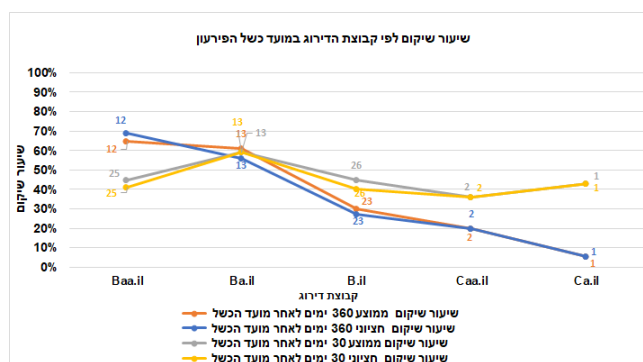


תרשים 19. התפלגות דירוגי האג"ח בין השנים 2005-2017

מתרשים 19 לעיל ניתן לראות כי בדירוג הראשוני כ-43% מאגרות החוב וכ-50% המנפיקים דורגו בדירוג A3.il (דירוג ממוצע A2.il, דירוג חציוני A3.il). בדירוג 12 חודשים לפני מועד כשל הפירעון כ-53% מאגרות החוב וכ-50% מהמנפיקים דורגו בקבוצת ה-Baa.il (דירוג ממוצע A3.il, דירוג חציוני Baa1.il). בדירוג במועד כשל הפירעון כ-40% מאגרות החוב וכ-44% מהמנפיקים דורגו בקבוצת ה-B.il (דירוג ממוצע Baa2.il, דירוג חציוני Baa1.il). בדירוג הראשון לאחר מועד כשל הפירעון כ-68% מאגרות החוב ו-56% מהמנפיקים דורגו בדירוג Caa3.il ומטה (דירוג ממוצע Caa2.il, דירוג חציוני Caa3.il). בתרשימים להלן מוצגים שיעורי שיקום הן בהתאם לרמת הדירוג במועד כשל הפירעון (תרשים 21) והן בהתאם לרמת הדירוג במועד הראשון שלאחר כשל הפירעון (תרשים 22).



תרשים 22. שיעורי שיקום לפי רמת דירוג במועד הראשון שלאחר כשל הפירעון

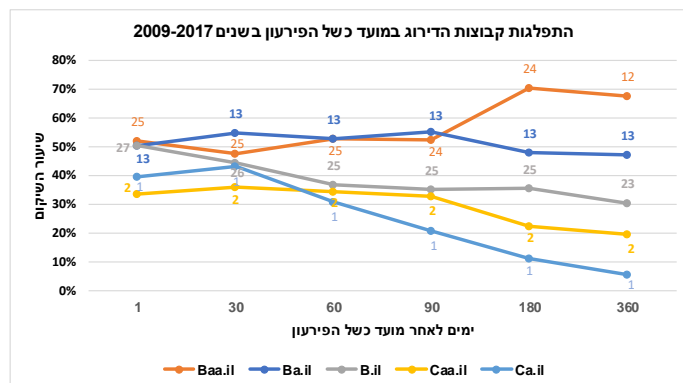
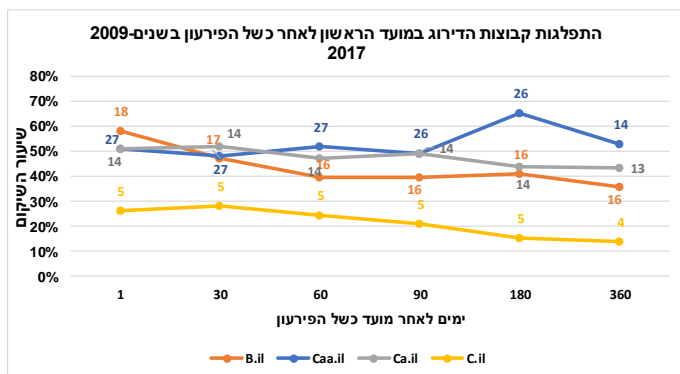


תרשים 21. שיעורי שיקום לפי רמת דירוג במועד כשל הפירעון

¹⁵ ה"דירוג במועד כשל הפירעון" הינו הדירוג שנקבע לאגרות החוב במועד כשל הפירעון וזאת בשונה מהדירוג ערב כשל הפירעון. יציין כי בחלק מאגרות החוב הדירוג ירד במועד כשל הפירעון. כמו כן, הדירוג הראשון לאחר מועד כשל הפירעון הינו עדכון הדירוג שחל לראשונה לאחר מועד כשל הפירעון (אף אם הדירוג לא ירד במועד עדכון זה). עדכון הדירוג הראשון לאחר מועד כשל הפירעון חל בממוצע כ-38 ימים לאחר מועד כשל הפירעון ברמת איגרות החוב וכן רמת המנפיק.

¹⁶ במועד הכשל ובמועד הדירוג הראשון לאחר הכשל, סדרות שונות של מנפיק אחד במדגם דורגו בדירוגים שונים. לצורכי תרשים 20, דירוג המנפיק עם מספר סדרות בדירוגים שונים הוגדר כדירוג הסדרה ללא בטוחות.

בשל מספר תצפיות נמוך יחסית בכל קבוצת דירוג, מוצגים להלן תרשימים המקבצים את הדירוגים לרמת קבוצת הדירוג. תרשימים 23 ו-24 המתייחסים לדירוג במועד כשל הפירעון ולדירוג במועד הראשון לאחר מועד כשל הפירעון, בהתאמה.



תרשים 24. התפלגות קבוצות הדירוג ושיעורי השיקום בהתאם לקבוצה במועד הראשון לאחר הכשל

תרשים 23. התפלגות קבוצות הדירוג ושיעורי השיקום בהתאם לקבוצה במועד הכשל

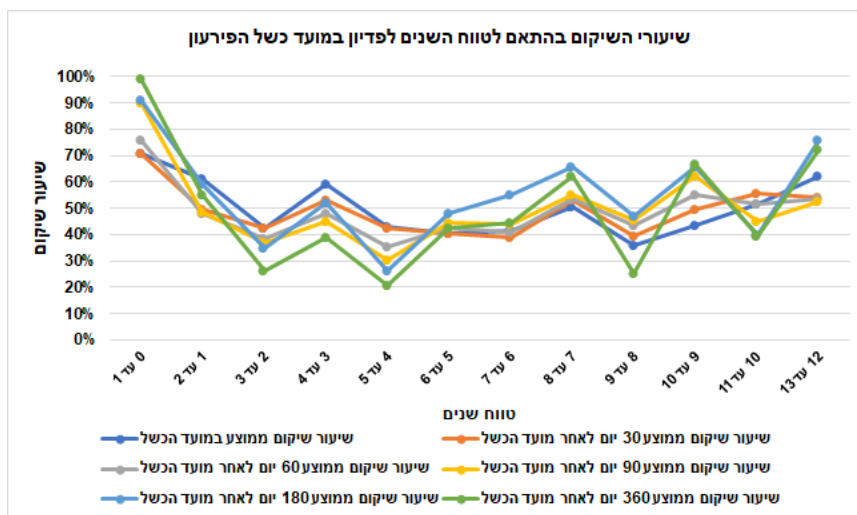
מהנתונים בתרשימים 23 ו-24 עולה כי לרוב ככל שקבוצת הדירוג גבוהה יותר כך שיעור השיקום יהיה גבוה יותר. יחד עם זאת, ניתן לראות שמתאם זה אינו מלא וישנן קבוצות דירוג שלהן שיעור שיקום גבוה יותר מקבוצות דירוג גבוהות מהן. משמע, ישנם גורמים נוספים אשר השפעתם על שיעור השיקום עשויה להיות גדולה יותר מהשפעת קבוצת הדירוג, כגון: מצב השוק, אפשרות להמרה, מח"מ ובטוחה לאג"ח וכו'.

כמו כן, יצויין כי ככל שאיגרת החוב דורגה בדירוג גבוה יותר 12 חודשים לפני מועד הכשל, כך שיעור השיקום החל מ 60 ימים לאחר מועד כשל הפירעון היה גבוה יותר.

אורך חיי האג"ח ושיעור השיקום

ככלל, ככל שמח"מ החוב ארוך יותר, כך התשואה לפדיון שידרוש המשקיע תהיה גבוהה יותר. יחד עם זאת, בקרות כשל פירעון ובהינתן היעדר העדפת נושים, שיעורי השיקום צפויים להיות ניטרליים למועד הפדיון ולמח"מ בפרט ולא לבוא לידי ביטוי במסגרת הנשייה האחידה, מקרה יוצא דופן הינה אפריקה אג"ח ט'.

בחנו את שיעורי השיקום לטווחי הזמן השונים בפילוח של מספר השנים לפדיון הסופי במועד כשל הפירעון. בתרשים 25 מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים לטווחי ימים שונים לאחר מועד כשל הפירעון.

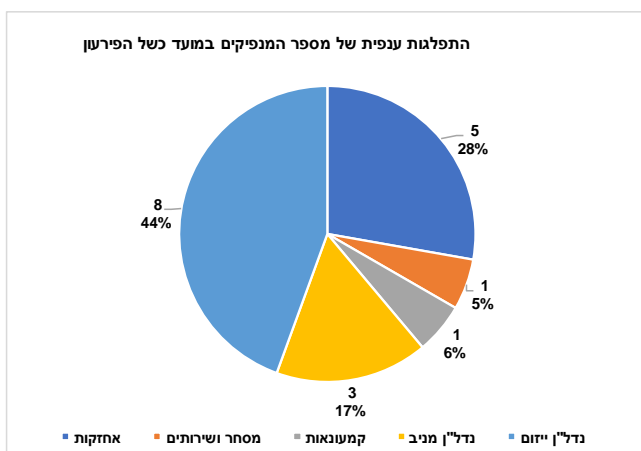


תרשים 25. שיעורי שיקום לטווחי זמן שונים לפדיון במועד הכשל

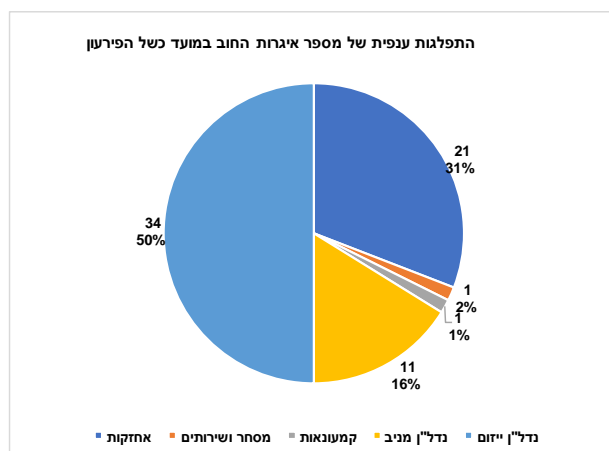
מתרשים 25 עולה כי שיעור השיקום המקסימלי הינו לאיגרות חוב בעלות טווח לפדיון של עד שנה, וזאת בכל נקודת זמן.

שיעורי השיקום בענפים השונים

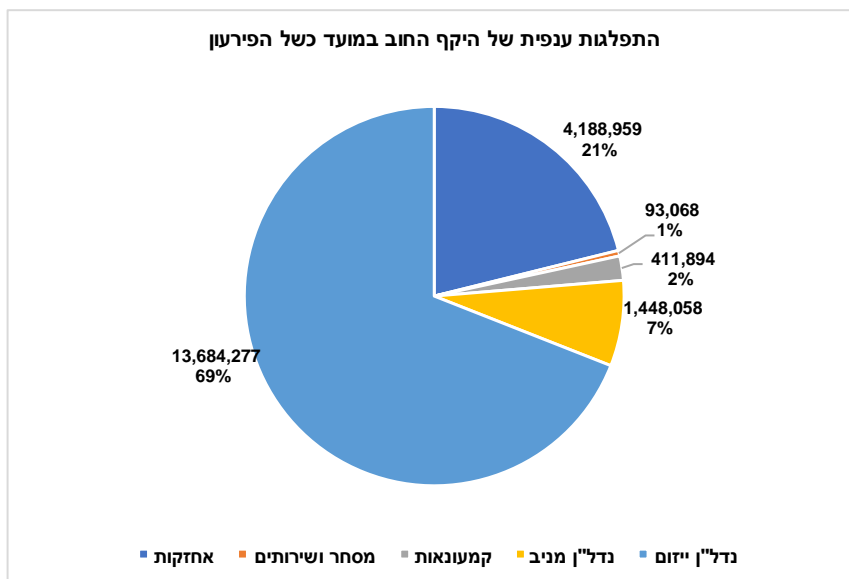
בתרשימים 26 ו-27 מוצגת ההתפלגות הענפית של איגרות החוב במדגם, בהתאם למספר איגרות החוב, למספר המנפיקים ובהתאם להיקף החוב, בהתאמה.



תרשים 27. התפלגות ענפית של המנפיקים בכשל פירעון



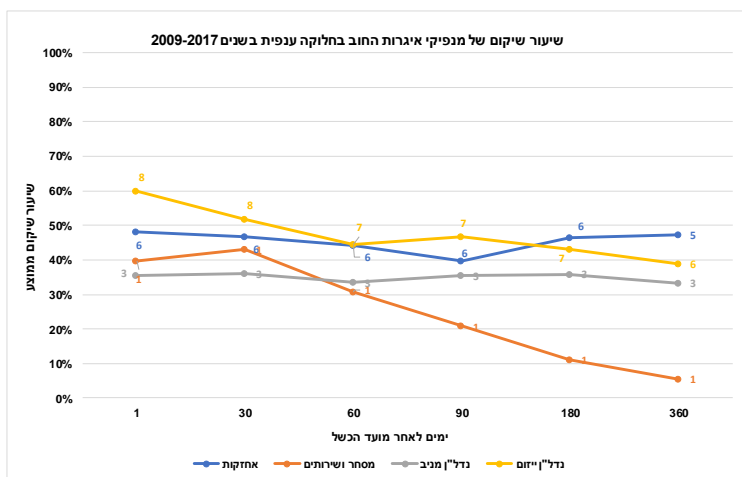
תרשים 26. התפלגות ענפית של איגרות חוב בכשל פירעון



תרשים 28. התפלגות ענפית של היקפי החוב בכשל פירעון

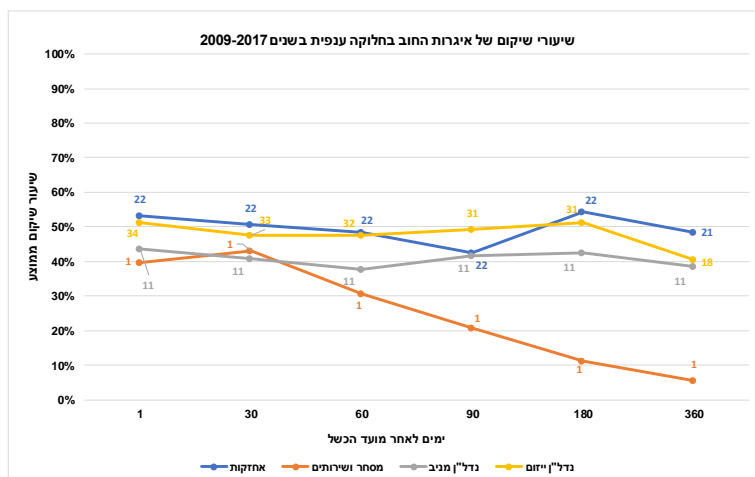
מהנתונים עולה כי מרבית המנפיקים (כ-44%), איגרות החוב (כ-50%) והיקפי החוב (כ-68%) של חברות בכשל פירעון היו בענף ייזום הנדל"ן. כ-28% מהמנפיקים, כ-31% מאיגרות החוב וכ-23% מהיקף החוב של חברות בכשל פירעון היו מענף ההחזקות, כאשר יתר המנפיקים בעיקר מענף ייזום הנדל"ן.

בתרשימים 29 ו-30 להלן מוצגים שיעורי השיקום הממוצעים בחלוקה לענפים השונים, ברמת איגרות החוב וברמת המנפיקים בהתאמה. יצוין כי מספר התצפיות בענף הקמעונאות ומסחר ושירותים הינה תצפית בודדת, בכל אחד מהענפים¹⁷.



תרשים 30. שיעורי שיקום בחלוקה ענפית ברמת המנפיק

מהנתונים עולה כי שיעורי השיקום בענף הנדל"ן (ייזום) ובענף האחזקות דומים הן ברמת איגרות החוב והן ברמת המנפיק. כאשר ענף הנדל"ן (ייזום) מעט נמוך יותר. בענפים נדל"ן מניב ומסחר ושירותים התוצאות עלולות להיות מוטות כתוצאה ממיעוט תצפיות.



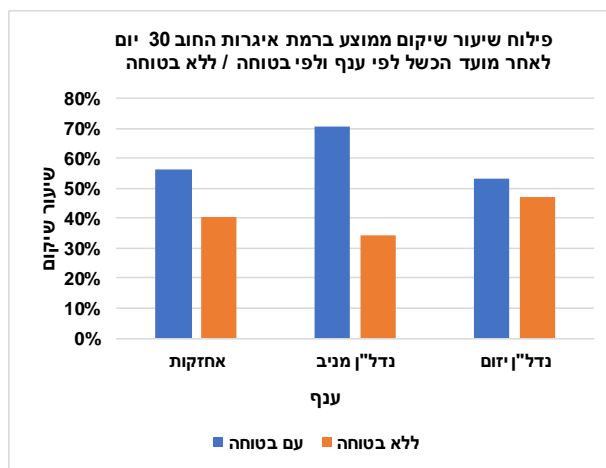
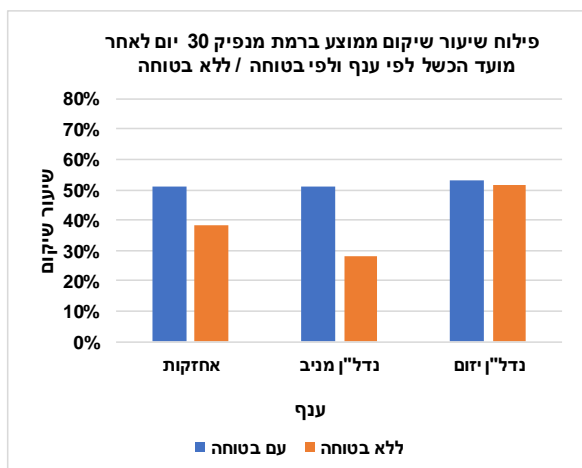
תרשים 29. שיעורי שיקום בחלוקה ענפית ברמת האיגרת חוב

¹⁷ חברת אלון רבוע כחול שסווגה טרם מועד הכשל בחברת קמעונאות צרפה לצורך ניתוח בהמשך דוח זה בחברת אחזקות (ומדרגת כיום בחברת אחזקות).

בהקשר זה יצוין כי מספר כשלי הפירעון בענף הנדל"ן המניב הינו נמוך יחסית ובחברות אלו שיעור ייזום הנדל"ן היה גבוה יחסית בהשוואה לחברות נדל"ן מניב אחרות. מהנתונים עולה כי שיעורי השיקום אינם שונים באופן מהותי בין הענפים השונים ברמת איגרות החוב פרט לשיעור השיקום בענף מסחר ושירותים שהינו נמוך במיוחד ביחס לשאר הענפים. בנוסף הירידה בשיעור השיקום בענף הנדל"ן יזום בין 180 ימים לבין 360 ימים לאחר כשל הפירעון הן ברמת המנפיק והן ברמת איגרת החוב נובעת מכך שבענף זה היה משקל גבוה יחסית לאיגרות החוב של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ. שיעורי השיקום של איגרות חוב אלו היו גבוהים והעלו את הממוצע. לכן כאשר איגרות חוב אלו הגיעו להסדר ממוצע שיעור השיקום בענף זה ירד.

שיעורי השיקום בענפים השונים כתלות בקיום בטוחה

בעוד שאין שוני מהותי בין שיעורי השיקום כתלות בענף, ניתן לראות כי הבטוחה משפיעה באופן עקבי יחסית על שיעורי השיקום בענפים השונים. בתרשים 31 מוצג שיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי ענף הפעילות וכתלות בקיום בטוחה וזאת ברמת איגרות החוב. בתרשים 32 מוצג שיעור השיקום הממוצע 30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון לפי ענף הפעילות וכתלות בקיום אג"ח אחת לפחות עם בטוחה שהונפקה על ידי המנפיק.



תרשים 32. שיעורי שיקום בחלוקה ענפית ובחלוקה כתלות בקיום בטוחה בסדרה אחת לפחות ברמת המנפיק

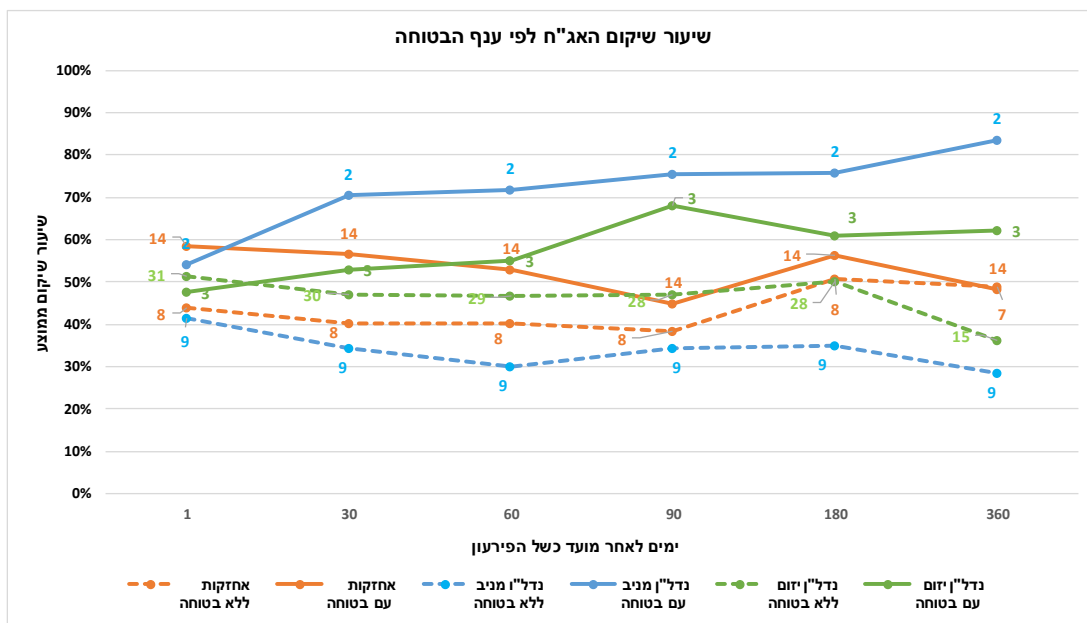
תרשים 31. שיעורי שיקום בחלוקה ענפית כתלות בקיום בטוחה ברמת איגרות החוב

מנתוני תרשים 31 עולה כי שיעור השיקום הממוצע של איגרות החוב 30 ימים לאחר מועד הכשל כאשר למחזיקי איגרות החוב הועמדו בטוחות גבוה באופן משמעותי מאיגרות חוב ללא בטוחה באותו ענף, הדבר נכון לגבי 3 הענפים¹⁸. מתרשים 32 עולה מסקנה דומה גם לרמת המנפיק פרט לענף ייזום הנדל"ן. חשוב לציין שברמת המנפיק בענף יזום הנדל"ן למנפיק אחד נרשם שיעור שיקום גבוה במיוחד פולאר השקעות בע"מ (כ-92%), אשר מעלה את הממוצע, ומעלה את שיעור השיקום הממוצע של מנפיקים ללא בטוחות להיות דומה לשיעור השיקום של מנפיקים עם בטוחות בענף זה. כמו כן מתרשימים 31 ו-32 ניתן להסיק ששיעור השיקום הממוצע הגבוה ביותר הינו בענף הנדל"ן מניב כאשר קיימות בטוחה, הן ברמת האיגרת חוב (כ-70.41%) והן ברמת המנפיקים להם קיימת לפחות סדרה אחת עם בטוחה (כ-51.13%).

¹⁸ ענף המסחר והשירותים לא נבחן בשל תצפית בודדת בענף.

שיעורי שיקום בהתאם לענף וקיום בטוחה על פני זמן

בתרשים 33 להלן מוצגת התפתחות שיעור השיקום על פני טווחי זמן שונים לאחר מועד כשל הפירעון בהתאם לענף הפעילות וקיום בטוחה לאיגרות החוב.

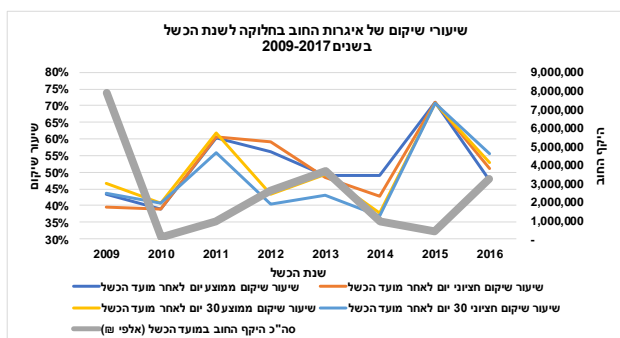


תרשים 33. התפלגות שיעורי שיקום בחלוקה ענפית וכתלות קיום בטוחה

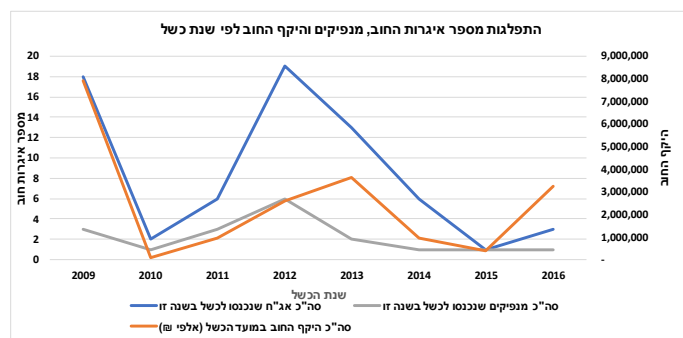
מנתוני תרשים 33 עולה כי שיעור השיקום של איגרות החוב מסוג נדל"ן מניב עם בטוחות הוא הגבוה ביותר בכל זמן החל מ-30 ימים לאחר מועד כשל הפירעון. כמו כן ניתן לראות שבמשך כל הימים לאחר מועד כשל הפירעון שיעור השיקום הנמוך ביותר הינו של איגרות חוב מסוג נדל"ן מניב ללא בטוחות. בדומה להפרש המשמעותי הקיים בענף הנדל"ן מניב בין איגרות חוב עם בטוחות לאיגרות חוב ללא בטוחות, קיים פער בשיעורי השיקום בין איגרות החוב עם בטוחות לבין איגרות החוב ללא בטוחות גם בשאר הענפים.

שיעורי השיקום ושנת הכשל

שנת 2009 הייתה שנת שיא בהיקפי החוב שנכנסו לכשל פירעון. בתרשים 34 להלן מוצגים מספר איגרות החוב שנכנסו לכשל פירעון בשנה זו וכן היקף החוב בכשל פירעון במדגם באותה השנה.



תרשים 35. שיעור השיקום בהתאם לשנת הכשל וביחס להיקף החוב



תרשים 34. מספר איגרות החוב בכשל פירעון והיקף החוב

מהנתונים בתרשים 35 עולה כי שיעורי השיקום הינם הנמוכים יותר בשנים בהם היקף החוב בכשל פירעון הגבוה ביותר. הדבר נובע הן מתנאי שוק טובים פחות בעת משבר דוגמת 2009 והן מהיצע גדול יותר של איגרות חוב ב"שוק לאיגרות חוב בכשל פירעון". מגמות אלו עולות בקנה אחד עם ממצאים דומים במחקרים בתחום.

דוחות קשורים

- [לסיכום ביצועי הדירוגים לשנים 2009-2017, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)
- [לסולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 22.01.2019

נספח 2 - מנפיקים

סך היקף חוב במועד הכשל בהתאם ללוח סילוקין (באלפי ש"ח)	דירוג במועד הכשל	ענף	סוג השיקום	להמרה אחת	בטוחה אחת	לפחות	מועד הכשל	מוצע 360	מוצע 180	מוצע 90	מוצע 60	מוצע 30	מוצע 1	שם המנפיק
								ימים לאחר מועד כשל הפירעון	ימים לאחר מועד כשל הפירעון	ימים לאחר מועד כשל הפירעון	ימים לאחר מועד כשל הפירעון	ימים לאחר מועד כשל הפירעון	ימים לאחר מועד כשל הפירעון	
93,068	Ca.il	מסחר ושירותים	פירוק	לא	לא	לא	06/07/2009	5.58%	11.10%	20.77%	30.71%	42.99%	39.67%	לידקום אינטגרייטד סולושנס בע"מ
355,741	Ba1.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	כן	כן	כן	13/05/2009	60.21%	54.81%	59.81%	53.31%	51.13%	42.76%	פרופיט תעשיות בניה בע"מ
7,461,182	Baa1.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	לא	לא	30/08/2009	לא סחיר	68.35%	57.66%	54.98%	45.76%	43.70%	אפריקה ישראל להשקעות בע"מ
108,196	B2.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	כן	לא	לא	27/09/2010	30.53%	31.98%	31.21%	35.98%	40.72%	39.03%	מלרג הנדסה וקבלנות בע"מ
244,698	Ba1.il	נדל"ן ובינוי	פירוק	לא	לא	לא	08/05/2011	25.12%	27.41%	44.47%	49.49%	55.94%	60.61%	אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ
112,642	B1.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	לא	לא	16/11/2011	לא סחיר	לא סחיר	לא סחיר	לא סחיר	91.99%	92.33%	פולאר השקעות בע"מ
583,082	Ba3.il	אחזקות	פירוק	לא	כן	כן	19/12/2011	13.85%	26.49%	36.41%	46.24%	55.80%	49.63%	אמפל אמריקן ישראל קורפוריישן
251,962	B3.il	אחזקות	הסדר	לא	כן	כן	06/06/2012	18.35%	38.42%	21.43%	36.49%	39.50%	46.40%	סאני אלקטרוניקה בע"מ
1,836,412	Baa1.il	אחזקות	הסדר	כן	כן	כן	05/06/2012	70.82%	78.17%	47.96%	52.71%	52.63%	60.42%	סקיילקס קורפוריישן בע"מ
126,548	B3.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	לא	לא	07/06/2012	10.79%	14.01%	11.66%	16.27%	19.04%	14.90%	Central European Estates NV
173,054	Baa2.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	לא	לא	31/08/2012	58.60%	54.93%	43.54%	43.25%	41.16%	63.57%	א.לוי השקעות ובנין בע"מ
144,784	B2.il	נדל"ן ובינוי	פירוק	לא	לא	לא	19/11/2012	23.25%	24.39%	43.32%	34.64%	40.71%	84.23%	ב.ס.ר. אירופה בע"מ
68,568	B2.il	אחזקות	פירוק	לא	לא	לא	29/08/2012	לא סחיר	6.94%	6.99%	5.85%	5.68%	8.27%	ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ
2,207,162	B1.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	כן	לא	לא	05/02/2013	32.96%	34.26%	37.88%	37.84%	45.47%	46.99%	אלביט הדמיה בע"מ
1,448,935	B1.il -Caa2.il	אחזקות	הסדר	לא	כן	כן	23/06/2013	37.27%	39.71%	49.10%	52.68%	55.52%	52.11%	מעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ
965,769	B1.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	לא	לא	18/12/2014	28.68%	38.86%	34.72%	30.57%	37.69%	49.12%	Mirland Development Corporation Plc
411,894	Ba2.il	קמעונאות	הסדר	לא	לא	לא	22/10/2015	96.04%	89.04%	77.00%	71.41%	70.76%	71.03%	אלון רבוע כחול ישראל בע"מ
3,232,561	Ba3.il	נדל"ן ובינוי	הסדר	לא	כן	כן	17/05/2016	62.23%	60.98%	67.94%	55.12%	53.03%	47.62%	אפריקה-ישראל להשקעות בע"מ

נספח 3 - נוסחה לחישוב מקדם צבירת הריבית היומית

אחד בתוספת ריבית נקובה במונחים שנתיים, כל אלו בחזקת סך ימי הצבירה החולקים בסך ימי התקופה.

$$\text{מקדם צבירת הריבית} = \left(1 + \frac{r}{n}\right)^{\left(\frac{T}{N}\right)}$$

כאשר:

r - הינה ריבית נקובה במונחים שנתיים

n - הינו מספר תשלומי הריבית בשנה

T - מספר ימי צבירת הריבית בתוך התקופה לפי מספר הימים בפועל

N - מספר הימים בתקופה תשלום, כאשר¹⁹:

לתשלום רבעוני - 90 ימים

לתשלום חצי שנתי - 180 ימים

לתשלום שנתי - 360 ימים

לדוגמא: אג"ח שקלית נושאת ריבית שנתיית בשיעור של 6.15%, משולמת בתשלומים חצי שנתיים.

$$\text{מקדם צבירת הריבית בתוך תקופת הריבית} = \left(1 + \frac{6.15\%}{2}\right)^{\left(\frac{T}{180}\right)}$$

¹⁹ N מהווה אומדן ונעשה שימוש בהגדרת הימים כאמור לעיל לשם נוחות, עשויות להיות הטיות מזעריות בחישוב כתוצאה משימוש בהגדרה זו בשונה מהגדרת N כמספר הימים בפועל

בכל תקופת תשלום.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של 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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכוני אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנשמר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>