



משמעות אופק הדירוג והאפקטיביות של סטאטוס הדירוג כמנבא שינוי בדירוגי אשראי

דוח מיוחד - מאי 2012

אנשי קשר:

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

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

במציאות המאופיינת בשווקים כלכליים תנודתיים ומורכבים, שבה ניתן למצוא תחזיות מהירות וקצרות טווח למכביר, בולטת ומתעצמת החיוניות בהערכה לטווח ארוך, וזוהי למעשה משמעותו של דירוג האשראי. מרבית המשקיעים באגרות חוב הם בעלי אופק השקעה ארוך טווח. המנפיקים גם הם שואפים לשמר את נגישותם לשוקי ההון והמימון לאורך שנים ארוכות. בהתאם לכך, נקודת המבט של חברת הדירוג מתמקדת בפרמטרים בסיסיים המניעים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו לאורך הטווח הארוך.

איכות האשראי של מנפיקים ושל התחייבויותיהם אינה קבועה לאורך זמן, אלא בדרך כלל נוטה להשתנות כתוצאה משינויים מבניים בסביבה העסקית ושינויים באסטרטגייה העסקית והפיננסית של המנפיק. שינוי הדירוג יכול שינבע גם מכך שהדירוג הקודם לא שיקף באופן מלא את הסיכונים הנצפים כיום. באופן כללי, חברת הדירוג בוחנת את המנפיק באופן זמן של מחזור כלכלי שלם ומתמקדת בהבנת החוזקות והסיכונים ארוכי הטווח המאפיינים את המנפיק. הדירוגים של חברת הדירוג לא נועדו להשתנות בתגובה לאירועים קצרי טווח.

מרכיב חשוב בעבודת חברת הדירוג הינו המעקב אחר הדירוג. המעקב השוטף מתבצע באמצעות מעקב אחר דיווחים פומביים ופנימיים, ניתוח התוצאות הכספיות, ניתוח שינויים והתפתחויות בסביבה המאקרו כלכלית, שינויים במפת התחרות, בתנאי הרגולציה ועוד. מידרוג עוקבת באופן שוטף אחר סיכוני האשראי של המנפיקים המדורגים על ידה ומפרסמת אחת לשנה דו"ח מעקב. כמו כן, מפרסמת מידרוג התייחסות לאירועים מהותיים שונים לאורך תקופת המעקב בנוסף לפרסום דו"ח מעקב אחת לשנה.

אחד הכלים המרכזיים למעקב אחר דירוג המנפיק והשינויים החלים בו הינו אופק הדירוג או Rating Outlook. השימוש באופק הדירוג נועד לגשר על מצבים בהם קיימת אי וודאות לגבי ההתפתחויות בסיכוני האשראי, או כאשר טרם חלף פרק זמן מספק על מנת לקבוע את עוצמת השינוי בסיכון האשראי. כך, למעשה, אופק הדירוג נועד למנוע תנודתיות גבוהה בהשתנות הדירוגים.

מטרת דוח זה היא להציג את משמעות אופק הדירוג ככלי מעקב מרכזי של דירוגי מנפיקים ולסקור מידע סטטיסטי של סוכנות הדירוג הבינלאומית Moody's ושל מידרוג לגבי האפקטיביות של כלי זה וכלים מקבילים לו. הדוח גם סוקר בקצרה את התפתחות סטאטוס אופק הדירוג בקרב מנפיקים בישראל ובעולם.

הנושאים העיקריים העולים בדוח זה:

- ❖ אופק הדירוג הינו כלי מרכזי במעקב אחר דירוגי מנפיקים והוא מיועד למנוע תנודתיות גבוהה בהשתנות הדירוגים.
- ❖ חוות הדעת המלאה לגבי סיכון האשראי של מכשיר חוב או מנפיק הינה שילוב של הדירוג הנוכחי וסטאטוס אופק הדירוג.
- ❖ סטאטוס אופק הדירוג ורשימת המעקב הינם כלים אפקטיביים בחיזוי שינויים עתידיים בדירוג.

משמעות אופק הדירוג

דירוג אשראי הינו חוות דעת לגבי איכות האשראי של מנפיקים או מכשירי חוב. שינוי באיכות האשראי של מנפיק או מכשיר חוב מקבל ביטוי בהעלאה או בהורדה של דירוג. אופק הדירוג (Rating Outlook) משקף את הערכת חברת הדירוג לגבי מאזן הסיכונים הניצבים בפני המנפיק על פני טווח הזמן הבינוני-ארוך ואת ההערכה לגבי הכיוון הצפוי של הדירוג, בדרך כלל בטווח של 18 עד 24 חודשים. סטאטוס זה יכול שיהיה **שלילי (Negative)**, **יציב (Stable)** או **חיובי (Positive)**. במקרים יוצאי דופן תציב חברת הדירוג אופק **מתפתח (Developing)** אשר נועד לבטא מצב בו חברת הדירוג עדיין בוחנת את הערכותיה לגבי סטאטוס הדירוג.

איכות האשראי של מנפיק תלויה במכלול גורמים, חלקם מאפיינים את המנפיק וחלקם נובעים מהסביבה הכלכלית והעסקית שבה הוא פועל. בעוד שלחלק מגורמים אלו השפעה זמנית על איכות האשראי של המנפיק, לגורמים אחרים עשויה להיות השפעה ארוכת טווח על פרופיל האשראי שלו. חברות הדירוג שואפות לשנות את הדירוגים, רק כאשר הן משוכנעות ברמה גבוהה של סבירות כי השינוי במאפיינים הבסיסיים של איכות האשראי הינו שינוי ארוך טווח, שאינו צפוי להתהפך בטווח הנראה לעין. באמצעות ייחוס אופק הדירוג, מסוגלת חברת הדירוג לבטא מידע משתנה, ייתכן וחולף, שאינו מקבל ביטוי בדירוג עצמו, לגבי מאזן סיכונים האשראי העומדים בפני המנפיק. לעיתים לא מדובר דווקא במידע זמני באופיו, אלא מהסוג שעוצמת השפעתו תיוודע לאורך זמן. כך למשל, אירוע מובחן דוגמת עסקת מיזוג, אשר טרם נשלם. ייתכן ולחברת הדירוג קיימת הערכה מסוימת לגבי השלכות האירוע על המנפיק, אולם הערכה זו יכול שתהיה מוקדמת מדי על מנת לקבוע מראש את כיוון הדירוג ועוצמתו. במקרה זה חברת הדירוג תבטא את הערכתה באמצעות אופק הדירוג.

בעוד שסטאטוס **אופק הדירוג** נועד להתמודד בעיקר עם השפעות בעלות מאפייני אי וודאות **בטוח הבינוני והארוך**, סטאטוס **רשימת מעקב (Watch list)** הינו הערכה לגבי התפתחות הדירוג **בטוח הזמן הקצר**, ומכאן שהוא בעל אמירה חזקה יותר. מנפיק יוכנס לרשימת מעקב עם השלכות חיוביות (להעלאת דירוג - Watch List Positive) או שליליות (להורדת דירוג - Watch List Negative) כאשר חברת הדירוג משוכנעת למדי כי פרופיל סיכון האשראי שלו השתנה באופן בסיסי וצפוי שינוי דירוג בקרוב. על פי רוב, המניעה מביצוע שינוי הדירוג מיידית נובעת מהיעדר מידע מספק על מנת לקבוע את עוצמת השינוי בדירוג.

האפקטיביות של סטאטוס הדירוג

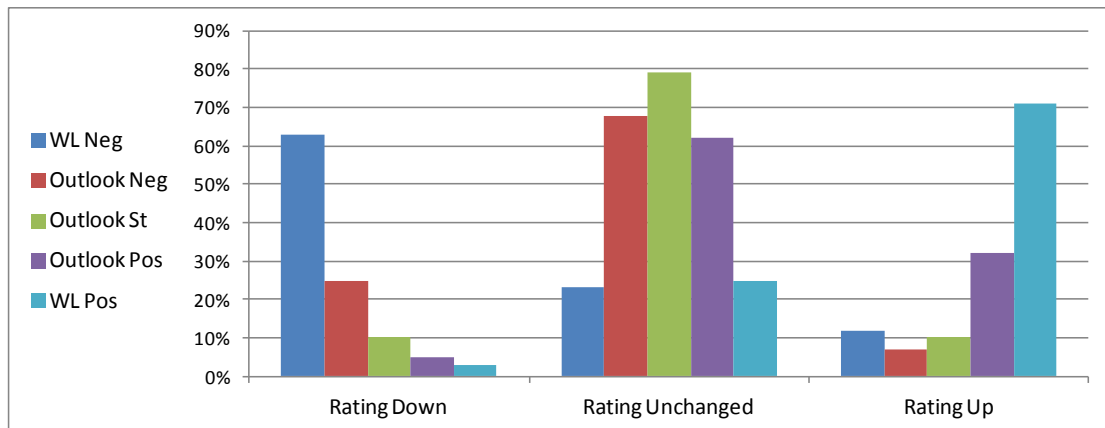
בחינה שביצעו כלכלני Moody's בדקה את מידת האפקטיביות של אופק הדירוג ורשימת המעקב, ככלים בניהול המעקב והשינוי של דירוגים¹. הבחינה התבססה על נתונים סטטיסטיים של Moody's לגבי שינויים בדירוג הבינלאומי של מנפיקים בין השנים 2010-1995, כפונקציה של סטאטוס הדירוג הקודם לפעולת הדירוג.

ממצאי הבחינה מאוששים את ההנחה לפיה שינוי סטאטוס אופק הדירוג, מנבא באופן מובהק שינויים בדירוג שיבואו לאחר מכן. כך למשל, מהנתונים עולה כי 25% מהמנפיקים שהוצב להם אופק דירוג שלילי ספגו הורדת דירוג בתוך 12 חודשים ממועד הצבת האופק השלילי, זאת לעומת 10% בלבד מהמנפיקים שהיו בעלי אופק דירוג יציב. ההסתברות

¹ "Effects of Watches, Outlooks and Previous Rating Actions on Rating Transitions and Default Rates", Moody's Investors Service, August 2011

להורדת דירוג מאופק שלילי כעבור 18 חודשים ממועד הצבת האופק עולה לכ-30%. מנפיקים בעלי אופק דירוג חיובי מצויים בהסתברות של כ-32% להעלאת דירוג בתוך 12 חודשים ממועד הצבת האופק החיובי, שיעור אשר עולה לכ-41% בתוך 18 חודשים, וזאת לעומת 10% בלבד מנפיקים בעלי אופק דירוג יציב.

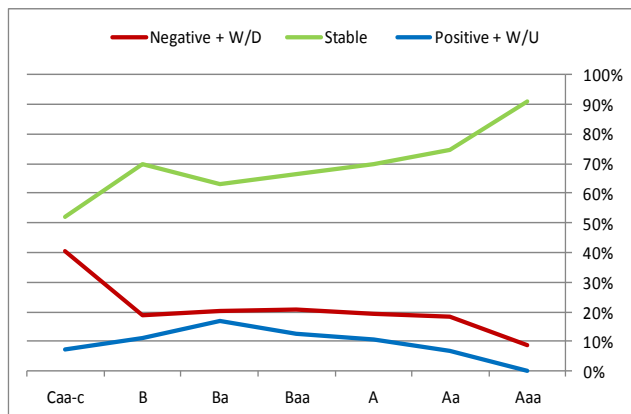
מטאטוס הדירוג (מעקב/אופק דירוג) כמנבא שינוי דירוג בטווח של 12 חודשים: Moody's Global Corporate (Financial and Non-Financial) 1995-2010



מקור: Moody's Investors Service

ממצא בולט נוסף הינו כי העוצמה של מטאטוס רשימת מעקב גבוהה יותר מזו של אופק דירוג. כך למשל, הסבירות להורדת דירוג בתוך 12 חודשים, למנפיק שדירוגו מצוי ברשימת מעקב להורדה (WL Neg.) הינה כ-63% זאת לעומת סבירות של 25% למנפיק שדירוגו מצוי באופק דירוג שלילי. באותו אופן, הסבירות להעלאת דירוג עבור מנפיק שדירוגו מצוי ברשימת מעקב להעלאה (WL Pos.) הינה כ-70%, לעומת כ-30% עבור מנפיק בעל אופק דירוג חיובי. הפערים הגבוהים שנמצאו בין האפקטיביות של אופק הדירוג לבין האפקטיביות של רשימת המעקב מוסברים במאפיינים של כלי המעקב השונים - בעוד שסטאטוס רשימת מעקב נועד להגיב על שינויים משמעותיים בטווח הזמן הקצר (בדרך כלל 90 יום), הרי שסטאטוס אופק הדירוג, נועד להגיב על שינויים בטווח הארוך, ומאופיינים במרכיב גבוה יותר של אי-וודאות.

מטאטוס הדירוג לפי קבוצות דירוג: Moody's Global Corporate (Financial and Non-Financial) 1995-2010

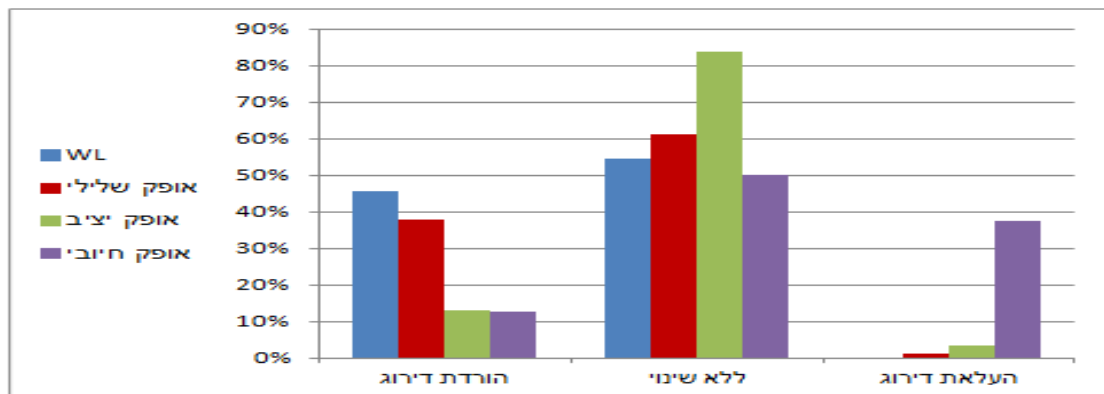


מקור: Moody's Investors Service

הנתונים של כלכלני Moody's מאוששים גם את ההשערה לפיה קיים קשר חזק בין רמת הדירוג לבין סטאטוס הדירוג לאורך שנים. כך, דירוגים גבוהים מאופיינים ביציבות גבוהה יותר לעומת דירוגים נמוכים, כאשר הקשר החיובי מתבטא בעיקר בדירוגים הגבוהים מאוד או הנמוכים מאוד.

בבחינה של השפעת אופק הדירוג על דירוגי החברות בחברת מידרוג, התקבלו תוצאות דומות לנתונים של Moody's: מתוך נתוני מידרוג לשנים 2004-2011 עולה כי כ-38% מהדירוגים שהוצבו באופק שלילי, ספגו הורדת דירוג עד תום השנה העוקבת לשנת הצבת האופק השלילי. כ-10% מהדירוגים שהוצבו להם אופק יציב ספגו אף הם הורדת דירוג תוך שנה. כ-38% מהדירוגים שהוצבו להם אופק חיובי קיבלו העלאת דירוג, זאת לעומת כ-3% בלבד מהדירוגים באופק יציב.

התפלגות השפעת אופק הדירוג על שינוי הדירוג בתום השנה העוקבת להצבת האופק: נתוני מידרוג, 2004-2011:

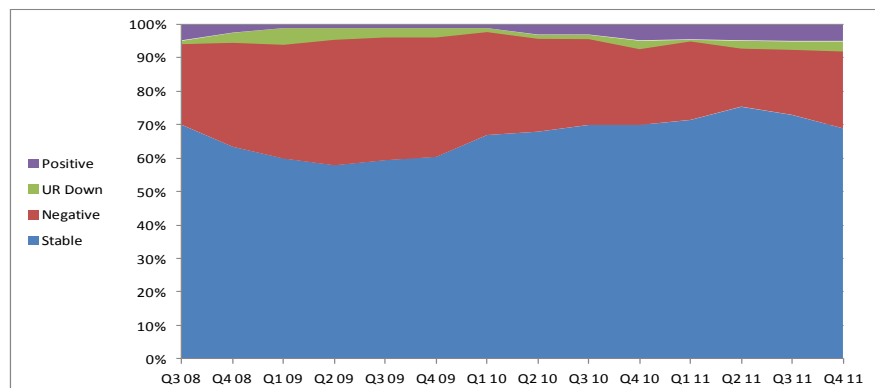


מגמות באופק הדירוג

אירופה (נתוני Moody's)

מאז הרבעון השני של 2011 ניכרת מגמה של עלייה במספר הדירוגים של מנפיקים באזור EMEA אשר נושאים אופק שלילי או מצויים במעקב להורדת דירוג, וזאת לאחר מספר רבעונים של הקלה מאז המשבר הכלכלי הגלובלי, בשנים 2008-2009. מספר פעולות הדירוג השליליות לגבי תאגידים באזור EMEA הכפיל את עצמו בשנה האחרונה, נוכח המשבר באזור היורו. התאגידים הבולטים בפעולות הדירוג השליליות הינם תאגידים סמי-ממשלתיים הנשענים על תמיכת הריבון, בעיקר באזור אירופה הדרומית. מגמה זו, בשילוב העלייה במספר הסקטורים הענפיים המצויים באופק שלילי, מרמזת על מגמה של עלייה ברמת הלחץ על דירוגים באזור זה.

Moody's EMEA Non –Financial Corporate: Evolution of Outlooks by Quarter, 2008-2011

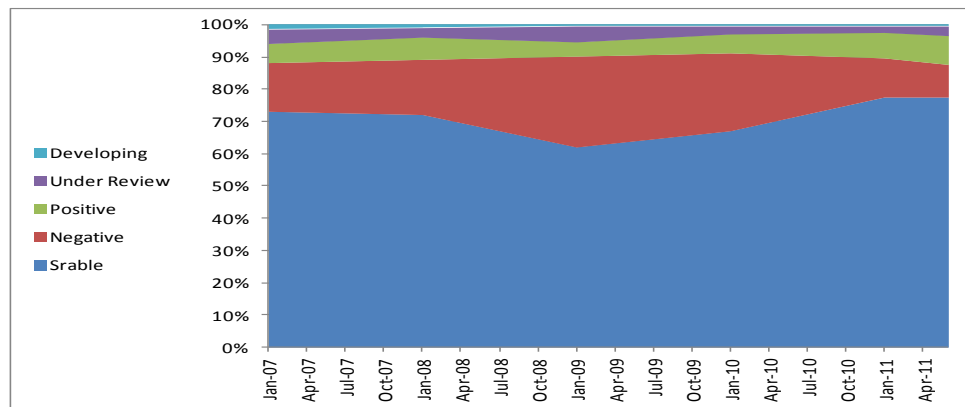


מקור: Moody's Investors Service

ארה"ב (נתוני Moody's)

בקרב חברות בצפון אמריקה, ובעיקר בארה"ב, ניכרת מגמה של התרחבות בשיעור המנפיקים באופק יציב, לעומת תחילת שנת 2010. שיעור המנפיקים בעלי אופק דירוג שלילי צנח במהלך השנים 2010-2011, לאחר העלייה החדה שאפיינה את השנים 2008-2009, ומנגד ניכרת עלייה בשיעור המנפיקים בעלי אופק יציב בקרב חברות בארה"ב. השיפור בתמונת אופק הדירוג בקרב מנפיקים אמריקאיים משקף את השיפור המתמשך בפרופיל האשראי של מנפיקים אלו מאז שיא המיתון. מגמות אלו תואמות את ההתחזקות הכלכלית שניכרת במאזניהן של חברות אמריקאיות המדורגות על ידי Moody's, במחצית הראשונה של שנת 2011 בהשוואה לשנים 2008-2009, בדגש על שיפור הרווחיות, הורדת המינוף והוצאות המימון והגדלת היתרות הנזילות. כלכלני Moody's אינם מציגים ביטחון בהימשכות השיפור האמור גם ברבעונים הקרובים, בעיקר על רקע אי וודאות גבוהה בשווקים הפיננסיים בעולם והחשש מהאטה כלכלית עולמית ונכח המשבר באירופה.

Moody's US Non – Financial Corporate: Evolution of Outlooks 2007-2011

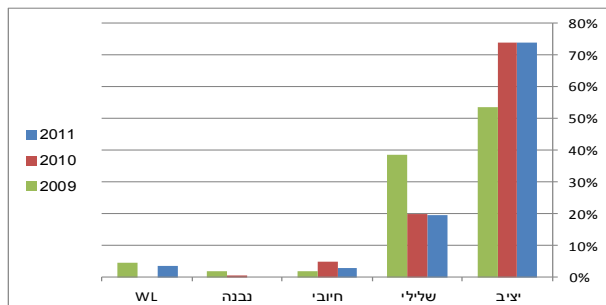


מקור: Moody's Investors Service

ישראל (נתוני מידרוג)

התפלגות אופק הדירוג בחתך לסוף שנה: נתוני מידרוג -2009

2011



עפ"י נתוני מידרוג לסוף שנת 2011, לכ-74% מכלל המנפיקים המדורגים במידרוג הוצב אופק יציב, זאת בדומה לסוף שנת 2010 ולעומת 54% בסוף שנת 2009. לכ-20% מכלל המנפיקים הוצב אופק שלילי המבטא את הערכת מידרוג להתפתחות שלילית באיכות האשראי בטווח הקצר והבינוני, זאת לעומת כ-39% בסוף שנת 2009. נתונים אלו מעידים על יציבות מסוימת בסיכוני האשראי של המנפיקים.

לכ-3% מכלל הדירוגים מוצב אופק דירוג חיובי, המבטא את הערכת מידרוג להתפתחות חיוביות וירידה בסיכון האשראי בטווח הקצר והבינוני, לעומת 5% מכלל הדירוגים בסוף שנת 2010 ו-2% בסוף שנת 2009.

- סיכום פעילות שנת 2011 - תאגידיים ומוסדות פיננסיים, מרץ 2012

תאריך הדוח: 13.05.2012



דו"ח מספר: CSR010512000M

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") 2012.

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. 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.