



חברות High-Yield מאזור EMEA שנכנסו לשוק החוב בשנים האחרונות החטיאו במידה ניכרת את תחזיות הצמיחה והרווח שלהן: תוצאות מחקר שפרסמה ¹ Moody's Investors Service

אוקטובר 2013

הקדמה

למרות ששוק האג"ח high-yield באירופה פחות מפותח ובוגר בהשוואה לשוק בארה"ב, הוא צומח במהרה. ב-12 החודשים שעד ספטמבר 2013, כ-143 חברות הנפיקו אג"ח high-yield (להלן-"אג"ח תשואה") בשווקים האירופיים, בהיקף כולל של כ-104 מיליארד דולר, כ-54% מכך חוב נקוב באירו והיתר בעיקר בדולר. לשם השוואה, בשנת 2008 הונפקו כ-8.0 מיליארד דולר על ידי שבע חברות בלבד.

ניכר כי איכות האשראי של חברות high-yield (להלן-"חברות-תשואה") שנכנסו לשוק בשנים האחרונות מוסיפה לרדת, עם המשך של גידול ברמת המינוף במהלך שנת 2013 לעומת שנת 2012, וזאת ככל שהמשקיעים מגדילים את תיאבון הסיכון שלהם במצוד אחר התשואה.

ברקע הגידול בשנים האחרונות במספרן של חברות התשואה הפונות לראשונה להנפקת חוב בשווקים האירופאים, בחנו האנליסטים של סוכנות הדירוג הבינלאומית Moody's ("מודיס") את איכות תחזיות הצמיחה והרווח של חברות אלו, באמצעות השוואה של התחזיות שהציגו החברות במסגרת הדירוג הראשוני לתוצאות בפועל בשנים שלאחר מכן.

המחקר בחן 235 חברות-תשואה בתחום הקורפורייט באזור EMEA, אשר הנפיקו לראשונה מכשירי חוב בין ינואר 2010 לבין יוני 2013. במחקר נבחנו התוצאות בפועל של החברות אל מול התחזיות שלהן במועד הדירוג הראשוני.

הממצאים העיקריים מרוכזים להלן:

- באופן כללי, הביצועים הפיננסיים של חברות-תשואה שהנפיקו לראשונה מכשירי חוב בשנים 2010-2013 נופלים במידה מהותית מהתחזיות של חברות אלו.
- במרכז החטאת התחזיות ניצבת צמיחה חלשה מהצפוי ב-EBITDA. רק 17% מהחברות שנבדקו השיגו את יעד ה-EBITDA שלהן בשנה הראשונה שלאחר מתן הדירוג. הסטייה נובעת הן מתחזית הכנסות גבוהה מדי (בממוצע צמיחה של 7.4% שהונחה בתחזית לשנה הראשונה לעומת 4.6% בפועל) והן מתחזית רווחיות גבוהה מדי (18.7% לעומת 16.8%).
- כצפוי, הביצועים הטובים ביותר ביחס לתחזיות נרשמו בקרב חברות הפועלות באזורים יציבים יותר, ובעיקר חברות מגרמניה וממדינות מתפתחות. יחד עם זאת, להערכת כלכלני מודיס, שיפור בתנאים המאקרו כלכליים לא בהכרח יובילו לשיפור באיכות התחזיות של חברות אלו, שכן לעיתים קרובות חברות נוטות להיות אופטימיות מדי לגבי ביצועיהן העתידיים, בכל סביבה מאקרו כלכלית.
- מרבית החברות שנבדקו מדורגות בקבוצת ה-B. שכיחות החטאת התחזיות לא תורגמה להורדות דירוג בעוצמה דומה. הדבר נבע מכך שתסריט הבסיס שנלקח במועד מתן הדירוג הראשוני על ידי מודיס תאם במדויק יותר את הביצועים בהמשך, ומכאן שהורדת הדירוגים הייתה מתונה יחסית. המשך החטאת התחזיות תוביל לעלייה במספר הורדות הדירוגים.

¹ "EMEA High-Yield Companies: Actual Financial Performance Well Below Their Forecasts", Oct 8 2013

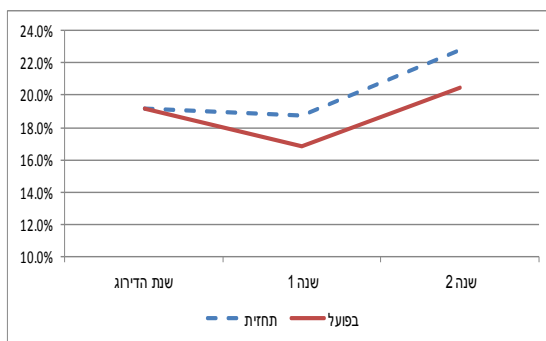
הרכב החברות במחקר

המחקר של מודיס בחן 235 חברות שהנפיקו לראשונה חוב בין השנים 2010-2013. לגבי 144 חברות בוצעה ההשוואה לאורך 3 שנים, בשנת הדירוג הראשונה, בשנייה ובשלישית. כל החברות שנבחנו הן חברות תשואה (high-yield) ומרביתן (75%) החזיקו בדירוג בינלאומי בקבוצת ה-B במועד הדירוג הראשוני (כפי שיפורט להלן, שיעור זה עלה מאז). כשני שלישי מהחברות שנבחנו פועלות במערב אירופה, בעיקר בבריטניה, גרמניה, הולנד וצרפת. יתר החברות פועלות בשווקים מתפתחים כגון רוסיה ופחות מ-10% מהן פועלות ביוון, ספרד ואיטליה. החברות שנבחנו פועלות בכל מגזרי הקורפורייט, ובעיקר במגזרי השירותים, הקמעונאות והתעשייה.

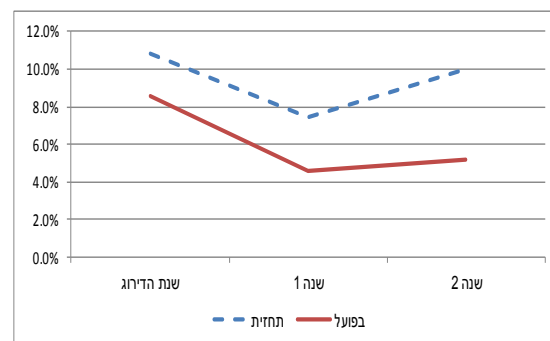
הביצועים הפיננסיים של חברות התשואה נופלים במידה משמעותית ביחס לתחזיות שלהן

השוואה של הביצועים בפועל אל מול תחזיות של 144 חברות משנת 2010 ואילך מראה שחברות אלו העריכו ביתר הן את צמיחת ההכנסות והן את פוטנציאל שיפור הרווח. התרשים להלן מראה שיעור הצמיחה החציוני בשנה הראשונה שלאחר מתן הדירוג עמד בפועל על 4.6% וזאת לעומת תחזית לצמיחה של 7.6% עבור אותה שנה, כפי שנחזתה על ידי אותן החברות במועד הדירוג הראשוני.

שולי EBITDA (חציון) בפועל לעומת תחזית החברות במועד הדירוג הראשוני



צמיחת ההכנסות (חציון) בפועל לעומת תחזית החברות במועד הדירוג הראשוני



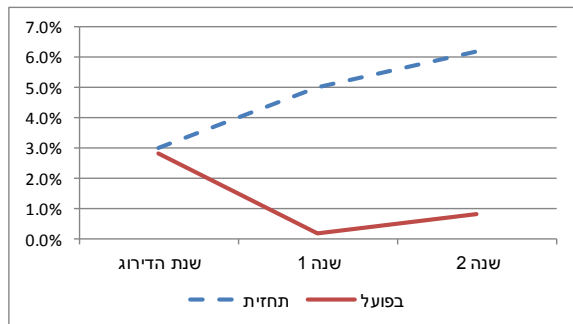
מקור: Moody's Investors Service

באופן דומה, החברות שנבדקו העריכו ביתר את מידת השיפור ברווחיות שיציגו בתום שנה ובתום שנתיים ממועד הדירוג הראשוני. התרשים לעיל מראה כי שולי הרווח התפעולי שהציגו החברות בפועל, 16.8% בשנה הראשונה שלאחר מתן הדירוג ו-20.5% בשנה שאחריה, בשנה הראשונה והשנייה שלאחר מועד הדירוג הראשוני היו נמוכים מהתחזיות לשולי רווח של 18.7% ו-22.8%, בהתאמה. רק 17% מהחברות השיגו את יעדי ה-EBITDA שלהן בשנה הראשונה שלאחר מתן הדירוג הראשוני.

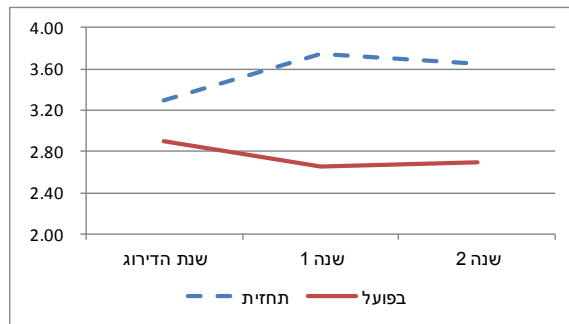
אי עמידה בתחזיות הצמיחה והרווח משפיע לשלילה על פרופיל האשראי של החברות. השפעה זו מתבטאת בעלייה ביחסי הכיסוי. כפי שניתן לראות בתרשים להלן, יחס חוב ל-EBITDA היה 0.7X בממוצע מעל תחזית החברה בשנה הראשונה שלאחר הדירוג הראשוני. יחסים חשובים נוספים שהציגו פער ניכר מול התחזיות הם יחס ה-EBITDA להוצאות המימון ויחס התזרים החופשי לחוב (FCF/Debt). הסטייה ביחס כיסוי הריבית הינה חמורה במיוחד בהתחשב ברמת הריבית הפוחתת במהלך השנים האחרונות.



יחס תזרים חופשי לחוב בפועל לעומת תחזית החברה בדירוג הראשוני (FCF/Debt)



יחס כיסוי ריבית (EBITDA/Interest) בפועל לעומת תחזית החברה בדירוג הראשוני



מקור: Moody's Investors Service

אי העמידה בתחזיות טרם תורגם להורדה דירוגים באותה פרופורציה

החברות שעמדו בתחזיות בצורה הטובה ביותר ואף הכו אותן, היו בעיקר חברות מגרמניה ומשווקים מתפתחים כמו רוסיה. חברות אלו הצליחו להציג ביצועים גבוהים מהממוצע באזור EMEA, נוכח מצב כלכלי יציב יותר בשווקים שלהן. יחד עם זאת, כלכלני מודיס אינם מיחסים את הסטייה בתחזיות רק לחולשה הכלכלית שמאפיינת את אזור EMEA בתקופת המחקר. הערכתם היא שסטייה מתחזיות תימשך גם בתקופה של שיפור בסביבה המאקרו כלכלית. הערכה זו נובעת מכך שלעיתים קרובות התחזיות של חברות משקפות עודף אופטימיות, שלא ביחס לתנאי הסביבה הכלכלית.

במחקר לא נמצא קשר מובהק בין ענף הפעילות לבין עוצמת הסטייה בתחזיות. למעשה, חברות הפועלות בענפים תנודתיים כמו ענפי האנרגיה, המתכות והכימיקלים לא הציגו סטייה רחבה יותר בהשוואה לחברות בענפים יציבים יחסית, כמו ענף שירותי הבריאות או ענף התקשורת בכבלים.

כאמור, הסטייה מהתחזיות הובילה להאטת יחסי הכיסוי של החברות במחקר, והרעה את פרופיל האשראי שלהן. למרות זאת, הדבר לא הוביל להורדת דירוגים בהיקף שניתן היה לצפות. הסיבה לכך הינה שהתחזיות שנלקחו על ידי מודיס היו מלכתחילה נמוכות יותר בהשוואה לאלו של החברות, ובדיעבד תאמו בצורה טובה יותר את הביצועים בפועל. כיום, כ-85% מהחברות במחקר מדורגות בקבוצת ה-B לעומת 75% במועד הדירוג הראשוני. ממוצע הדירוגים של החברות שנבחנו נותר בטווח שבין B1 ל-B2 תוך ירידה מסוימת בתוך טווח זה. יחד עם זאת, המשך של אי עמידה בתחזיות ככל הנראה שתוביל להורדה נוספת בדירוגים.



דו"ח מספר: CSR011013000M

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") 2013.

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.