

Standard & Poor's Maalot
12 Abba Hill Silver st.,
Ramat-Gan, 52506
Tel:972-3-7539700
Fax:972-37539710
www.maalot.co.il

סולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot: מתודולוגיה לדירוגי הנפקות

קצין קריטריונים EMEA Corporate :Emmanuel Dubois-Pelerin, Paris
(33)-1-4420-6673, emmanuel_dubois-pelerin@standardandpoors.com

אנליסט ראשי: גדי בארי, תל אביב.

(972) 3-7539713, gadi_beeri@standardandpoors.com

קצין קריטריונים EMEA Finance :Michelle Brennan, London
(44)-20-71767205, michelle_brennan@standardandpoors.com

קצין קריטריונים EMEA Insurance :Rob Jones, London
(44)-20-71767041, rob_jones@standardandpoors.com

1. **Standard & Poor's Maalot** מבהירה את המתודולוגיה לקביעת דירוג על פי סולם הדירוג המקומי של **Standard & Poor's Maalot** להנפקות של חוב מובטח או חוב נחות חוזית (contractually subordination) אשר הונפקו בידי תאגידים, מוסדות פיננסיים וחברות ביטוח. מאמר זה מציג את המתודולוגיה לדירוג חוב מובטח או נחות חוזית וממחיש איך נקבע דירוג הנפקות פי סולם הדירוג המקומי של **Standard & Poor's Maalot**. מאמר זה מתייחס למאמר "Principles Of Corporate And Government Ratings" שפורסם על ידי **Standard & Poor's Rating Services** ב-26 ביוני 2007.

תכולת הקריטריונים

2. **Standard & Poor's Maalot** מעדכנת את הקריטריונים שלה על מנת להבהיר כיצד היא משפרת דירוגים (**notching up**) של הנפקות מובטחות ביחס לדירוג המנפיק (**ICR- Issuer Credit Rating**) וזאת על מנת לשקף סיכויי השבת חוב גבוהים יותר (**recovery prospects**) לחוב מסוג זה. כמו כן, כיצד היא מנחיתה דירוגים (**notching down**) של התחייבויות נחותות ולא מובטחות ביחס לדירוג המנפיק (**ICR**) על מנת לשקף סיכויי השבת חוב נמוכים של התחייבויות אלו.

3. הבהרת הקריטריונים מתארת כיצד דירוג התחייבויות של תאגידים, מוסדות פיננסיים וחברות ביטוח עשוי להיות גבוה או נמוך מדירוג המנפיק **ICR** בהתאם לשיקולים אנליטיים שונים.

4. הבהרת הקריטריונים משפיעה רק על דירוג על פי סולם הדירוג המקומי של **Standard & Poor's Maalot** לזמן ארוך ולא על דירוגים על פי הסולם הגלובאלי הניתנים למנפיקים ישראלים. בנוסף, הקריטריונים הללו אינם מתייחסים לדירוג לזמן קצר או לכל דירוג מקומי אחר מחוץ לישראל. כמו כן, הקריטריונים אינם מתייחסים להשפעה על דירוג הנפקה המאפשרת דחייה או ביטול של תשלום חוב, או המאפשרת המרה כפויה להון מניות או הון היברידי.

השלכות לגבי הדירוגים הקיימים

5. עדכון הקריטריונים עשוי להתבטא בפעולות דירוג שליליות על מס' קטן של דירוגי חוב מובטח.

תאריך תוקף

6. קריטריונים אלו יישמו לאלתר.

מתודולוגיה

דירוג אשראי של מנפיקים (ICRs)

7. ממועד זה ואילך נפרסם את דירוגי המנפיק (ICRs) על פי סולם הדירוג המקומי הישראלי וזאת לכל תאגיד, מוסד פיננסי וחברת ביטוח. למידע נוסף על סולם הדירוג המקומי הישראלי למנפיקים (ICRs) ראה פרק ה "Issuer Credit Ratings" בהגדרות הדירוג של Standard & Poors Ratings, תחת "Standard & Poor's Maalot (Israel) National Scale Ratings Definitions" וכן באתר maalot.co.il.

דירוגים של התחייבויות מובטחות

8. בקביעת דירוג טווח ארוך לחוב מובטח אנו משקללים הן סיכוני חדלות פירעון והן את סיכויי השבת החוב. סיכויי השבת החוב של התחייבות עשויים להתבטא בשיפור דירוג (notching up) ביחס לדירוג המנפיק (ICR). ההחלטה לשיפור הדירוג תלויה בשלושת השיקולים הבאים:

השיקול הכלכלי

9. מהו היקף הקרן והריבית של החוב המובטח הזמין לנושים המובטחים, בקרות אירוע של חדלות פירעון?

10. על פי נסיונונו, השבת החוב עשויה להיות מושפעת ממכלול של שיקולים משפטיים ואנליטיים. למשל, אם להתחייבות עודף בטחונות, נוכל להניח כי היקף השבת החוב לנושים גבוה מאשר במקרה של בטוחות בהיקף מתאים להתחייבות (אף כי הנושה לא יקבל לעולם יותר מסכום ההתחייבות בתוספת הריבית שנצברה). במקרה שהשבת החוב נשענת על ערכים של בטחונות, נקבע את הערך הזמין להשבה על פי תרחישי קיצון היפוטטיים לשווי הביטחונות במקרה של חדלות פירעון וזאת כחלק משיקולינו האנליטיים.

אורכה של הדחייה בתשלומים

11. הערכתנו לעיכוב האפשרי במימוש השבת חוב מובטח הוא שיקול משני. אם להערכתנו תהליך המימוש צפוי להיות מהיר, יתכן שיפור דירוג (notching up) ברמת סבירות גבוהה יותר. מאידך, אם

נעריך כי תהליך המימוש צפוי להיות ארוך, סביר פחות כי יהיה שיפור דירוג מעבר לדירוג המנפיק (ICR).

12. לעומת זאת, אם נעריך כי לווים יקבלו החזר מלא של הקרן והריבית במועד התשלום, נייחס משמעות פחותה לעיכובים בתשלום.

13. בהערכת עיכובים פוטנציאליים אנו בוחנים את:

- התייחסות המערכת המשפטית לפשיטות רגל או כיצד היא מאפשרת מימוש בטחונות. (ראה "Debt Recovery for Creditors and the Law of Insolvency in Israel", מ-20 לאוגוסט 2008);
- המבנה של ההתחייבות. הניתוח עשוי לבדל למשל בין אגרת חוב מובטחת בנכס קבוע לבין כזו המובטחת ע"י הסכם חכירה: וכן
- התנאים של ההתחייבות.

שקלול

14. ככל שדירוג המנפיק (ICR) גבוה יותר, כך אנו מייחסים משקל גבוה יותר לתשלום מלא של ההתחייבות במועדים שנקבעו. ככל שדירוג המנפיק (ICR) נמוך יותר, כך אנו משלבים נקודת מבט של השבת החוב לאחר אירוע של חדלות פרעון. על כן רמת השיפור מעבר לדירוג המנפיק (ICR) תלויה בד"כ ברמת דירוג האשראי של המנפיק (ICR) ראה (הטבלה שלהלן).

מסגרת קריטריונים לשיפור בדירוג של חוב מובטח, על בסיס סולם דירוג מקומי של Standard & Poor's Maalot

	דירוג המנפיק ^{*ICR}			
	קטגוריית <i>ilA</i>	קטגוריית <i>ilBBB</i>	<i>ilBB</i> + נמטה	
(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי מלא x1- של החוב, לאחר תרחישי קיצון)	0	תוספת רמת דירוג אחת (+1 notch)	תוספת רמת דירוג אחת (+1 notch)	בטחון סביר בהשבה מלאה של הקרן
(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי של למעלה מ-1.25x מהחוב, לאחר תרחישי קיצון)	0	תוספת רמת דירוג אחת (+1 notch)	תוספת שתי רמות דירוג (+2 notches)	בטחון גבוה בהשבה מלאה של הקרן
(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי של למעלה מ-1.65x, מהחוב לאחר תרחישי קיצון)	תוספת רמת דירוג אחת (+1 notch)	תוספת שתי רמות דירוג (+2 notches)	תוספת שלוש רמות דירוג (+3 notches)	בטחון גבוה בהשבה מלאה של הקרן והרביית

* אין שיפור בגין בטחונות לדירוגים בדירוג של *ilAA* ומעלה

דירוג של ההתחייבויות לא מובטחות בכירות ביותר של מנפיק.

15. חברות רבות מנפיקות התחייבויות לא מובטחות, אשר בינן לבין עצמן הינן בכירות או נחותות בהתאם למבנה החוזי שלהן או בגלל שהונפקו ע"י חברת אם או חברות בנות.

16. לשם נוחות אנו מדרגים על פי סולם הדירוג המקומי הישראלי, את ההתחייבויות הלא מובטחות הבכירות ביותר ברמה של דירוג האשראי של המנפיק (*ICR*). לפיכך, דירוג התחייבויות בכירות אלו אינו נחות (*notch down*) גם אם סיכויי ההשבה של החוב עשויים להיות נמוכים יותר בשל חוב מובטח בהיקף משמעותי שקיים אצל המנפיק, או (במקרים שמנפיק ממומן ע"י תזרימי מזומנים מחברות בנות) בשל נחיתות מבנית להתחייבויות חברות בנות. דירוגנו להתחייבויות לא מובטחות בכירות מבטא את הערכתנו לסיכון חדלות פירעון אשר אליו מושויים דירוגים של ההתחייבויות האחרות של המנפיק.

דירוגים של התחייבויות נחותות על פי חוזה (כמוגדר בתנאי ההתחייבות)

17. כאשר תשלומי חוב בלתי מובטח נחותים על פי חוזה ביחס לאחד או יותר מההתחייבויות הבלתי מובטחות האחרות של חברה (או עשויים להפוך לנחותים בעתיד, גם אם במועד הרלבנטי אין למנפיק עדיפות ספציפית לחובות שאינם מובטחים אחרים), ועל כן סיכויי השבת החוב נמוכים יחסית, יהיה דירוג נחות (notch down) ביחס לדירוג המנפיק (ICR). מדיניותנו היא להגביל את הפרשי הדירוג לרמת דירוג אחת (1 notch) עבור חייבים בדירוג מנפיק (ICR) של ilBBB ומעלה ולשתי רמות דירוג (2 notches) עבור חייבים בדירוג מנפיק (ICR) של ilBB+ ומטה.

מחקרים הקשורים לנושא

- Standard & Poor's Rating Definitions, Feb 15, 2010, see section "Standard & Poor's Maalot (Israel) National Scale Rating Definitions"
- '2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue', April 15, 2008
- Debt Recovery For Creditors And The Law Of Insolvency In Israel, August 20, 2008
- Principles of Corporate And Government Ratings, June 26, 2007

קריטריונים אלו מייצגים את היישום הספציפי של עקרונות היסוד אשר מגדירים את דירוגי האשראי והערכות הדירוג. השימוש בהם מוגדר על ידי המאפיינים הייחודיים של המנפיק או ההנפקה הספציפית כמו גם על ידי הערכת האשראי על ידי Standard & Poor's Maalot, וכן סיכונים מבניים ביחס לדירוג נתון של מנפיק או הנפקה, אם קיימים. המתודולוגיה וההנחות עלולים להשתנות מעת לעת כתוצאה מתנאי שוק ותנאים כלכליים, גורמים הקשורים ספציפית למנפיק או להנפקה ספציפית או ראיות אמפיריות חדשות אשר עלולות להשפיע על הערכת האשראי שלנו.

רשימת דירוגי מפיק (Credit Rating- Issuer ICR)

דירוג מפיק (Credit Rating-ICR Issuer)	Outlook	CreditWatch	שם לקוח
iIA-	Negative		אבגול בעמ
iIBBB	Negative		אדגר השקעות ופיתוח בעמ
iIBBB-	Negative		אדריאל החזקות
iIBBB		Negative	אורד מערכות בקרה בעמ
iIBBB+	Negative		אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבנין בעמ
iIA	Negative		אי.בי.אי בית השקעות בע"מ
iIA+	Stable		אי.די.בי חברה לאחזקות
iIA+	Stable		אי.די.בי חברה לפיתוח
iIA	Stable		איטונג
iIBBB	Stable		איילון החזקות בעמ
iIA-	Negative		אייס אוטו דיפו
iIA+	Stable		איירפורט סיטי
iIA	Stable		אלביט הדמיה בעמ
iIA	Stable		אלון חברת הדלק לישראל
iIA	Stable		אלוני-חץ נכסים והשקעות בעמ
iIA-	Negative		אלקו החזקות
iIA-	Negative		אלקו נכסים
iIA		Negative	אלקטרה בעמ
iIA-	Negative		אלקטרה נדלן בעמ
iIA	Stable		אמות השקעות בעמ
iIA-		Negative	אספן נדלן בעמ
iIB	Negative		אפריקה ישראל נכסים בעמ
iIA	Stable		אקסלנס השקעות בעמ
iIBBB+		Negative	אר. גי איי בינלאומי בעמ
iICC	Negative		ארזים השקעות בעמ
iIA	Stable		אשטרום נכסים בעמ
iIAA+		Negative	בזק
iIA+		Negative	ביג מרכזים מסחריים
iIAA-	Stable		בית שיכון ובינוי בעמ
iIAA-	Negative		בנק דיסקונט
iIAA-	Negative		בנק דקסיה ישראל
iIAA+	Negative		בנק הפועלים
iIA+	Negative		בנק ירושלים בעמ
iIAA+	Negative		בנק לאומי
iIAA+	Negative		בנק לאומי למשכנתאות
iIAA+	Negative		בנק מזרחי-טפחות
iIAA-	Negative		בנק מרכנתיל דיסקונט
iIBB	Negative		בראק קפיטל הולדינגס
iIBB	Negative		בראק קפיטל השקעות -לשעבר למונט
iIA	Negative		בריטיש ישראל השקעות בעמ
iIA	Negative		בתי זיקוק לנפט בעמ
iIA-	Stable		גאון אגרו

(Credit Rating-ICR Issuer) דירוג מנפיק	Outlook	CreditWatch	שם לקוח
iIA-	Stable		גאון אחזקות
iIA-	Stable		גאון קמעונאות וסחר בעמ
iIA-	Stable		גדות - מיכליות ומאגרים לכימיקלים בעמ
iIBBB-	Negative		גדות ביו כימיה
iIA	Negative		גזית אינק
iIA+	Negative		גזית גלוב
iIBBB-	Negative		גרינסטון תעשיות - אורדן
iIA	Stable		גרנית הכרמל השקעות בעמ
iIBBB-	Stable		די.בי.אס שירותי לווין (1998) בעמ (YES)
iIA	Stable		דלק חברת הדלק הישראלית
iIA	Stable		דלק מערכות אנרגיה בעמ
iIBBB		Negative	דלק נדלן בעמ
iIA	Stable		דלק פטרוליום בעמ
iIA+	Stable		דן רכב ותחבורה ד.ר.ת בעמ (AVIS)
iIA-	Negative		דרבן השקעות בעמ
iIAA	Negative		הבנק הבינלאומי הראשון
iIA-	Stable		הום סנטר
iIA+	Stable		החברה לישראל בעמ
iIBBB	Negative		הכשרת הישוב
iIBBB+	Negative		המשביר לצרכן החדש בעמ
iIA	Negative		הפניקס אחזקות
iIAA-	Negative		הפניקס חברה לביטוח
iIAA	Negative		הראל חברה לביטוח
iIAA	Stable		התעשייה האווירית לישראל
iIAA-	Stable		וי.אי.די. חברה להתפלה בעמ - מתקן התפלת מים
iIAA-	Stable		באשקלון
iIAA-	Stable		וילאר אינטרנשיונל בעמ
iIA+	Negative		חברה לנכסים ולבנין בעמ
iIAA-	Negative		חברת גב ים לקרקעות בעמ
iIAA	Negative		חברת החשמל
iIA+	Stable		חברת השקעות דיסקונט
iIAA	Negative		חברת נמל חיפה בעמ
iIA+	Stable		חילן טק בעמ
iIA	Negative		טלדור מערכות מחשבים (1986) בעמ
iIBBB+	Stable		טן חברה לדלק
iIBB	Negative		ישיר איי.די.איי אחזקות
iIA+	Negative		ישפרו
iIBBB		Negative	ישראלום נכסים בעמ
iIA+	Stable		כור תעשיות
iIAA+	Negative		כימיקלים לישראל בעמ
iIA-	Negative		כלכלית ירושלים בעמ
iIA+	Negative		כלל החזקות ביטוח
iIAA	Stable		כלל חברה לביטוח
iIBBB+	Negative		כלל פיננסיים
iIA+	Stable		כלל תעשיות והשקעות
iIA-	Negative		כנפיים אחזקות בעמ
iIA	Negative		מבני תעשייה בעמ
iIA-	Stable		מוצרי מעברות

(Credit Rating-ICR Issuer) דירוג מנפיק	Outlook	CreditWatch	שם לקוח
iBBB	Negative		מירלנד
iBBB	Negative		מישורים חברה לפיתוח בעמ
iA+	Negative		מיתב מים, תיעול וביוב בעמ
iAA-	Stable		מכתשים אגן תעשיות
iAA-	Stable		מליסרון בעמ
iA+	Stable		ממן - מסופי מטען וניטול
iAA-	Positive		מניב ראשון בעמ
iCC	Negative		מעריב החזקות
iAA	Stable		מפעל הפיס
iAAA	Stable		מקורות חברת מים בעמ
iA+	Stable		מרכז משען
iAA-	Stable		משאב יזום ופיתוח בעמ
iB		Negative	משאבי מים פרדס חנה כרכור בעמ
iA	Stable		משולם לוינשטין
iBBB+	Stable		משכנות כלל (1982) בעמ
iBBB	Negative		נאנט נדלן
iA+	Negative		נייר חדרה
iA	Negative		נכסי אזו-ריט בעמ
iA+	Negative		נכסי הדרים
iA+	Stable		נצבא החזקות 1995 בעמ
iAA-	Stable		נשר - מפעלי מלט ישראליים
iAA-	Stable		נתיבי הגז הטבעי לישראל בעמ
iAA	Stable		נתיבי היובל בעמ - כביש 431
iAA	Stable		סלקום ישראל בעמ
iA-	Stable		סקיילקס
iA+	Negative		עזר חב' לביטוח משכנתאות בעמ - EMI
iAA+	Stable		עיריית הרצליה
iAA+	Stable		עיריית רעננה
iAAA	Stable		עיריית תל אביב - יפו
iA-	Stable		עמיר שיווק והשקעות בחקלאות
iBB+	Negative		פולאר השקעות
iAA-		Negative	פז בית זיקוק אשדוד בעמ
iAA		Negative	פז חברת נפט בעמ
iA	Stable		פלאזה סנטרס
iAA+		Negative	פלאפון
iCC	Negative		פלג-ניא
iAA-	Stable		פרטנר תקשורת בעמ
iBBB+	Stable		צבי צרפתי
iBB	Positive		צור שמיר החזקות בע"מ
iBBB+	Stable		קבוצת גולד בונד
iA	Stable		קבוצת דלק
iA-	Negative		קבוצת סקופ מתכות בעמ
iAA-	Stable		קבוצת עזריאלי בעמ
iBBB	Negative		קמור
iA-	Negative		קרדן אן. וי.
iA-	Negative		קרדן ישראל בעמ
iAA-	Stable		קרור החזקות בעמ
iA+	Negative		רבוע כחול ישראל
iA+	Negative		רבוע כחול נדלן

דירוג מפיק (Credit Rating-ICR Issuer)	Outlook	CreditWatch	שם לקוח
ilA	Positive		ריט - 1 בעמ
ilA+	Stable		רמי לוי שיווק השקמה בעמ
ilA	Stable		ש. שלמה רכב בעמ (לשעבר ניו קופל רכב)
ilAA	Stable		שופרסל
ilAA+	Stable		שטראוס גרופ בעמ
ilA-	Negative		שיכון ובינוי מקבוצת אריסון
ilA-	Negative		שיכון ובינוי נדלן
ilBBB-	Stable		תדביק
ilBBB	Stable		תיגבור
ilA+	Stable		תעבורה אחזקות בעמ