

# סוגיות במבנה אשראי וגיוס אג"ח בדירוג *BBB*

רו"ח שחר זיו  
שותף, *BDO* זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ

יולי 2007

# *Case Study*

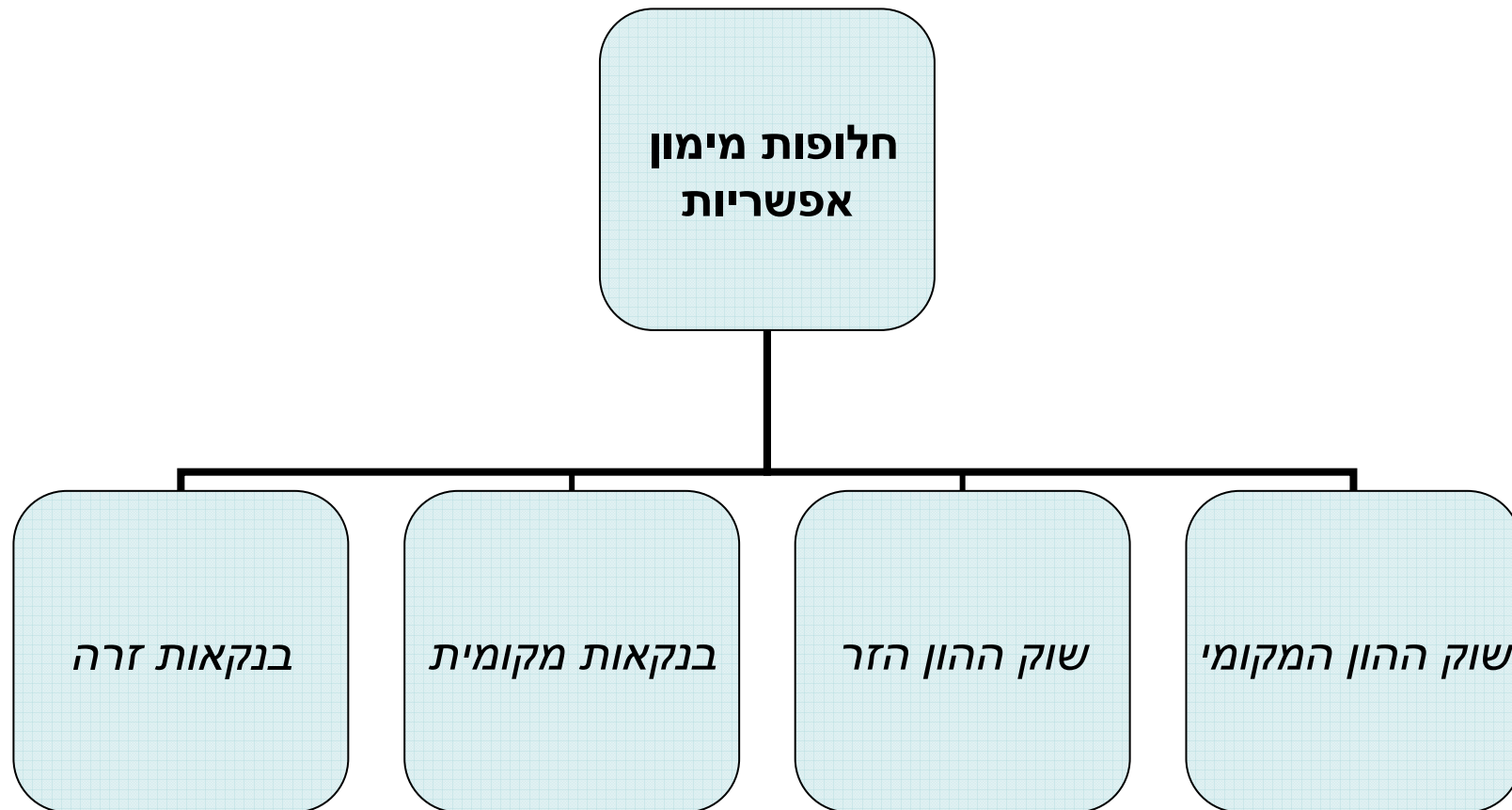
**נמלי ישראל**

## סוגיות האשראי:

- ✓ החברה נדרשת לביצוע תוכנית השקעות לפיתוח עסקי פעילות הנמל בשנים הבאות
- ✓ תזרים הפעילות של החברה אינו מאפשר מימון תוכנית ההשקעות במלואה
- ✓ החברה נדרשת לגייס אשראי למימון תוכנית ההשקעות
- ✓ לחברה אין דוחות כספיים מבוקרים בשלב זה

## שלבים בהגדרת האשראי וצורכי החברה:

1. גודל המימון הנדרש- מאות מיליוני ש"ח.
2. מבנה האשראי – לחברה נדרש אשראי לטווח ארוך על מנת לאפשר גמישות תפעולית מרבית
3. מבנה ההכנסות וההוצאות של החברה- לחברה מבנה הכנסות ברובו צמוד דולר, ומבנה הוצאות שקלי
4. כושר הפירעון של החברה- תזרים ההכנסות של החברה הינו חזק ומאפשר רמת פירעון גבוהה לאורך השנים .



## פרמטרים איכותיים לבחינת החלופות

1. ודאות לקבלת האשראי
2. שעבודים על החברה ומגבלות נוספות
3. מיצוב החברה – אסטרטגית למול שוק ההון והמערכת הבנקאית
4. גמישות – חופש במבנה פירעון האשראי
5. לוחות זמנים לקבלת האשראי
6. פיזור מלווים
7. התאמה למאזן ההצמדה של הכנסות החברה
8. תחרותיות על גובה הריבית

## סיכום פרמטרים איכותיים-חוזקות וחולשות

(\*\*\*-גבוהה, \*\*-בינוני, \*-נמוך)

מערכת בנקאית זרה	מערכת בנקאית מקומית	שוק ההון המקומי	הסוגיה	
**	***	***	ודאות לקבלת מימון/גיוס	1
*	*	***	שעבודים ומגבלות נוספות	2
***	***	***	מיצוב החברה-אסטרטגית	3
***	***	*	גמישות למקרה של קשיים בתזרים המזומנים בתקופת הפירעון	4

## סיכום פרמטרים איכותיים-חוזקות וחולשות-המשך (\*\*\*-גבוהה, \*\*-בינוני, \*-נמוך)

מסוגיה	שוק ההון המקומי	מערכת בנקאית מקומית	מערכת בנקאית זרה
5	לוחות זמנים לגיוס	***	**
6	פיזור מלווים	***	*
7	התאמה למאזן ההצמדה של הכנסות החברה	*	***
8	תחרותיות על גובה הריבית	***	**

## שילוב בין חלופות מימון שונות

אלטרנטיבות מימון	גיוס ממקור מימון אחד	גיוס משולב משני מקורות מימון
יתרונות	<ul style="list-style-type: none"> <li>• מיקוד תשומות הניהול בגורם מימון יחיד</li> <li>• לוחות זמנים קצרים להשגת מימון</li> <li>• יכולת מיקוד מו"מ מול גוף יחיד</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ניצול יתרונות יחסיים של כל חלופה</li> <li>• יכולת גמישות מרבית לגודל אשראי</li> <li>• שמירת ערוצי מימון פתוחים</li> </ul>
חסרונות	<ul style="list-style-type: none"> <li>• סיכון אי-העמדת מימון</li> <li>• איבוד שילוב יתרונות של כל חלופה</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ביזור תשומות ניהול על 2 מקורות מימון</li> <li>• לוחות זמנים ארוכים יותר להשגת מימון</li> </ul>



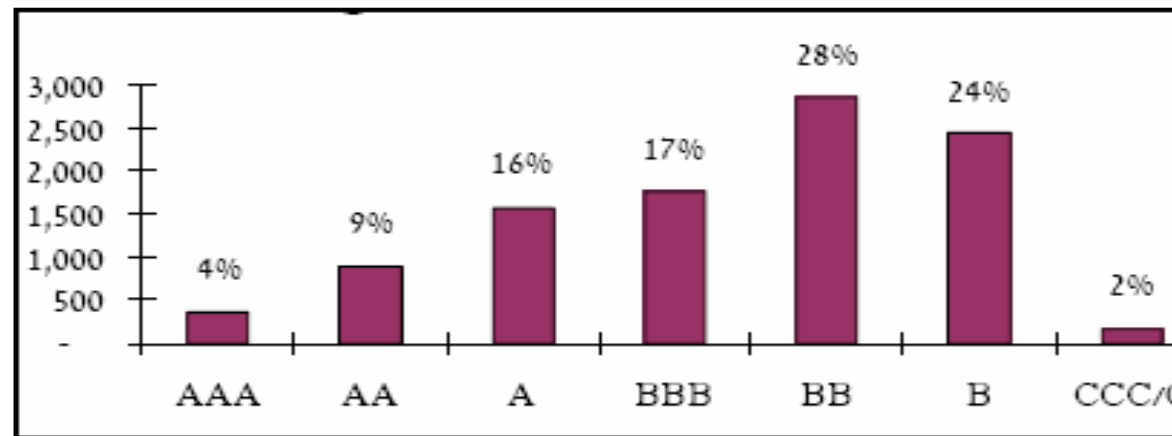
# ***גיוסי חוב – דירוג BBB***

## סקירה כללית

- בשנים האחרונות אנו עדים להתפתחות מתמדת של שוק ההון.
- בשנת 2006 הסתכם סך גיוסי ההון חברות ישראליות של כ-91 מיליארד שקל.
  - לדירוג אגרות חוב מספר יתרונות עיקריים:
    - ✓ הדירוג מעריך את הסיכון לחדלות פירעון
    - ✓ הדירוג מגדיל שקיפות ומשפר נגישות של המשקיעים לחברות
    - ✓ במקרים מסוימים הדירוג מכתוב את הקריטריונים המשפטיים והפיננסיים לצורך קבלת הדירוג
    - ✓ במקרים רבים הדירוג הינו דרישת סף לכניסת גופי השקעה
  - עם הגידול בהיקף הגיוסים בשנים האחרונות עלה מספר החברות שניגשו לביצוע דירוג במסגרת הליך גיוס החוב.
  - עם זאת חברות רבות בוחרות לסגת מהליך הדירוג כאשר מתקבלת אינדיקציה לכך שדירוג החברה נמוך מרמת דירוג A, ולצאת להליך גיוס חוב ללא דירוג

## אטרקטיביות אג"ח המדורג בקבוצת BBB

- בארץ שיעור החברות השונות אשר דורגו בקבוצת BBB ואכן גייסו כסף דרך שוק ההון הינו נמוך משמעותית משיעור החברות אשר דורגו בקבוצת A וגייסו כסף בעקבות הדירוג.
- בעולם אנו עדים למציאות אחרת בה אגרות חוב המדורגות בדירוג BBB אכן מושכות משקיעים פוטנציאליים ואינן נתפסות מסוכנות כפי שנתפסות אגרות החוב בדירוג דומה בארץ.



נתוני חברת S&P

- בעוד שבעולם שיעור החברות המדורגות BBB עומד על קרוב ל-20% מסך הדירוגים, בארץ שיעור זה הוא זניח

## חברות ישראליות

הטבלה להלן מציגה את החברות הישראליות אשר דורגו בקבוצת BBB וגייסו חוב במהלך שנת 2007 על ידי אחת משתי חברות הדירוג :

חברה	ת. מתן דירוג	ענף	היקף הגיוס (מיליוני ₪)	דירוג
פלאג ניא	07/02/2007	תעשייה	60	BBB+
אדריאל החזקות	30/06/2007	אחזקות	120	BBB
המשביר החדש לצרכן	30/05/2007	מסחר ושירותים	68	BBB
חממה מאיר סחר בע"מ	31/05/2007	מסחר ושירותים	63	Baa2
עשות אשקלון	27/05/2007	תעשייה בטחונית	80	Baa1
צ.מ.ח המרמן בע"מ	12/06/2007	נדל"ן	60	Baa2

## רמת הדירוג- שיעורי חדלות פירעון

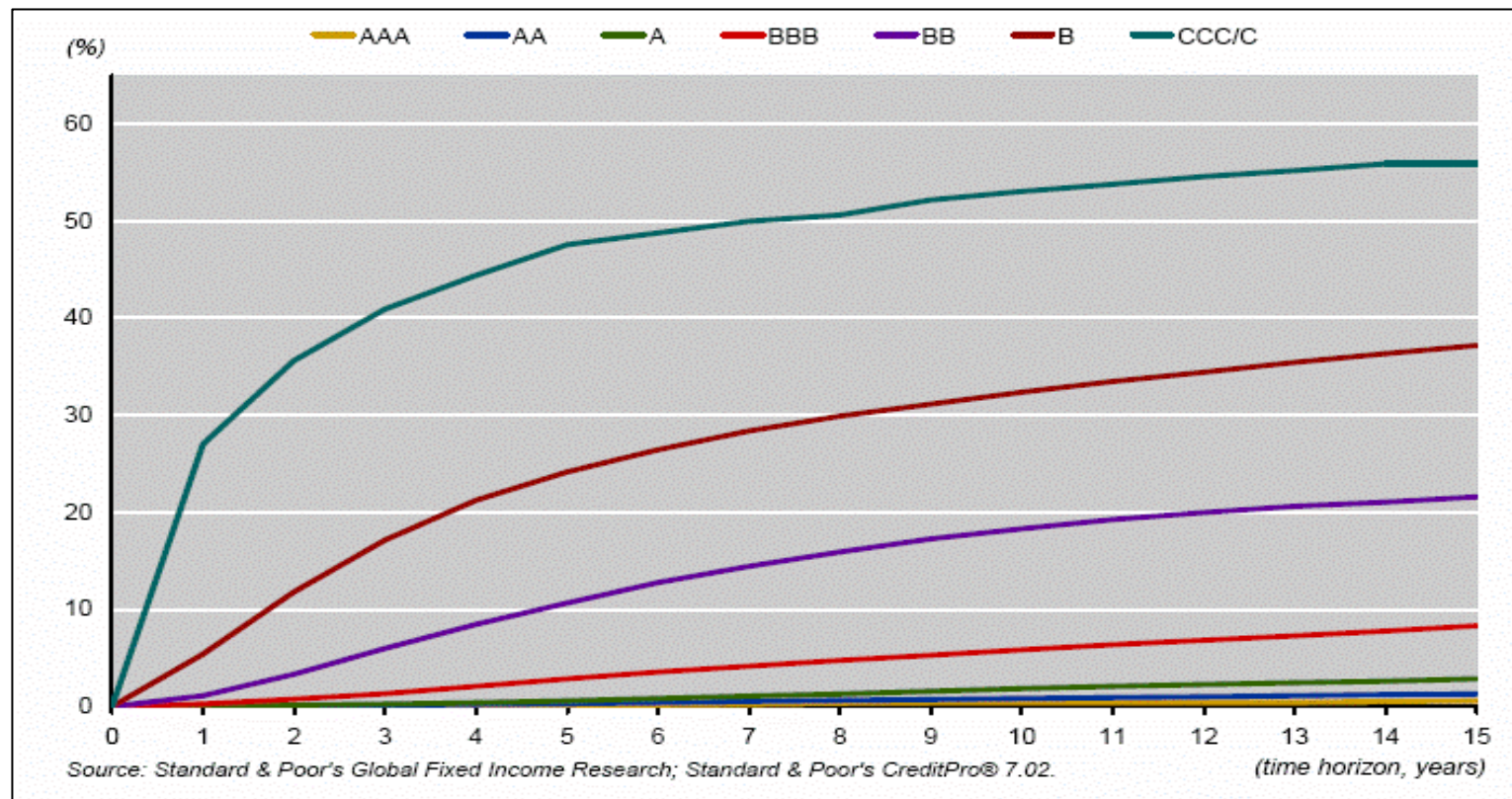
להלן טבלה המתארת את ממוצע שיעור חדלות פירעון מצטבר עבור חברות אשר דורגו לראשונה בין 1981 ל-2004 כפי שהתקבל ממחקר שערכה חברת הדירוג הבינלאומית Standard & Poor's :

	15	10	5	1	
	0.61	0.45	0.10	0.00	AAA
	1.35	0.85	0.30	0.01	AA
	2.98	1.94	0.61	0.04	A
	8.72	6.10	2.99	0.29	BBB
	22.59	19.20	11.25	1.20	BB
	38.63	33.75	25.40	5.71	B
	59.44	56.45	50.85	28.83	CCC/CC
	3.92	2.71	1.20	0.11	דרגת השקעה
	32.42	28.25	20.22	4.91	דרגה ספקולטיבית

הירידה המשמעותית בדרגת ההשקעה כפונקציה לרמת הדירוג- רמת דירוג **BB**

## אטרקטיביות אג"ח המדורג בקבוצת BBB-המשך

➤ הגרף להלן מתאר את שיעור חדלות הפירעון המצטבר של חברות בעולם לפי סוג דירוג בשנים 1981-2005:



## הסיבות לפערים וניתוח מגמות

- בהשוואה לשווקים באירופה ולשוק בארה"ב, מרחב ההנפקות המדורגות אינו מלא – שיכלול השוק.
- נראה כי הגורם העיקרי לתופעה זו ולמשקלן הנמוך של אגרות חוב המדורגות בדירוג BBB הינו תפיסה היסטורית מוטעית של שוק ההון וצרכני האשראי.
- ועדות האשראי של הגופים המוסדיים חוששות בדרך כלל מהשקעה באגרות חוב מדירוג BBB ורואות, שלא בצדק, בהשקעה כזאת סיכון רב.
- לאחרונה הייתה התעוררות קלה בגיוסי החוב של חברות המדורגות BBB, ההתעוררות נובעת מירידת התשואות, התחרות בין המוסדיים על תשואה ותחילת פריצת המחסום הפסיכולוגי אצל הלווים.
- משקל הנפקות אלו נמוך עדיין רחוקים לאין שיעור משאר העולם ואנו צפויים לראות עליית משקלן של הנפקות אלו.
- גידול בגיוסי החוב אשר מדורגים בקבוצת BBB צפוי להגדיל עוד יותר את משקל השוק המוסדי בשוק האשראי

*תודה על ההקשבה*