

Maalot

S&P Global Ratings

אשראי בהיי-טק – לא מה שחשבתם

אוקטובר 2018

איש קשר: איתי רפל 03-7539718 etai.rappel@sandpglobal.com

המאמר מבוסס על תרגום מתומצת של המאמר שפורסם על ידי S&P Global Ratings ב-3 ביולי, 2018, בשם High Tech Snapshot: Equity Darling With Moderate (But Growing) Credit Risks

אשראי בהיי-טק – לא מה שחשבתם

רקע

הדעה הרווחת היא שחברות היי-טק אינן מגייסות אשראי. המגזר, שמתאפיין בסיכון גבוה יחסית, נתפס ככזה שקוסם יותר למשקיעי אקוויטי, שאכן רואים ממנו תשואה טובה יותר בהשוואה למגזרים אחרים. אבל יש אשראי בהיי-טק, ואיכות האשראי של המגזר נפרשת על כל קשת הדירוגים. מיקרוסופט (Microsoft Corporation), לדוגמה, היא אחת החברות הבודדות בעולם עם דירוג 'AAA' גלובלי, ומאיך קודאק (Eastman Kodak Company) מדורגת 'CCC+' (ראו טבלה 1).

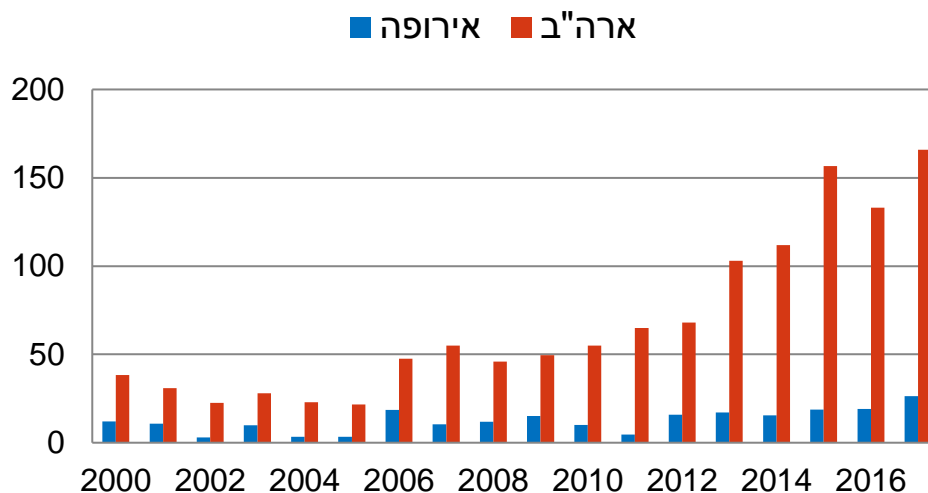
כפי שניתן ללמוד אפילו משתי החברות שצינו, גם ההגדרה של חברת היי-טק אינה מובנת מאליה. בסקירה זו אנו מתייחסים להגדרה רחבה, הכוללת מגוון רחב של חברות, כאלה העוסקות בתוכנה, כאלה העוסקות בחומרה וכאלה העוסקות בשני התחומים.

אם נתבונן באיכות האשראי של חברות היי-טק המדורגות כיום, נראה מספר מגמות:

עיקר הנפקות החוב בהיי-טק הן בשוק האמריקאי, ובאירופה היקף הגיוס נמוך יחסית

ראשית, קיים פער עצום בהיקף הנפקות החוב בין חברות היי טק אמריקאיות לבין חברות אירופאיות. מאז 2013 ועד מאי השנה, הנפיקו חברות היי-טק האמריקאיות קרוב ל-700 מיליארד דולר חוב, והחברות האירופאיות הנפיקו מעט למעלה מ-100 מיליון דולר, זאת למרות ששוק ההון האירופי פעיל מאוד בתחומים אחרים ורשם צמיחה גדולה בפעילות מאז המשבר של 2008. (ראו תרשים 1).

תרשים 1: הנפקות אג"ח של מגזר ההיי-טק בארה"ב ובאירופה בשנים 2000-2016 (מיליארד \$)



מקור: Thomson Financial and S&P Global Fixed Income Research

גידול משמעותי בהיקפי הגיוס בארה"ב בשנים האחרונות

לאור שיעורי הריבית הנמוכים בשנים האחרונות, מרווחי הסיכון הצרים, הנזילות הגבוהה בשווקים ויתר תנאי השוק התומכים, חל גידול משמעותי בהיקף הגיוסים של חברות טכנולוגיה בארה"ב (ראו תרשים 1). היקף הגיוסים ב-2017, למשל, היה גדול פי 2.5 מהסכום שגויס חמש שנים קודם לכן, ב-2012. צמיחה חזקה זו מאפיינת רק את שוק ההנפקות בארה"ב.

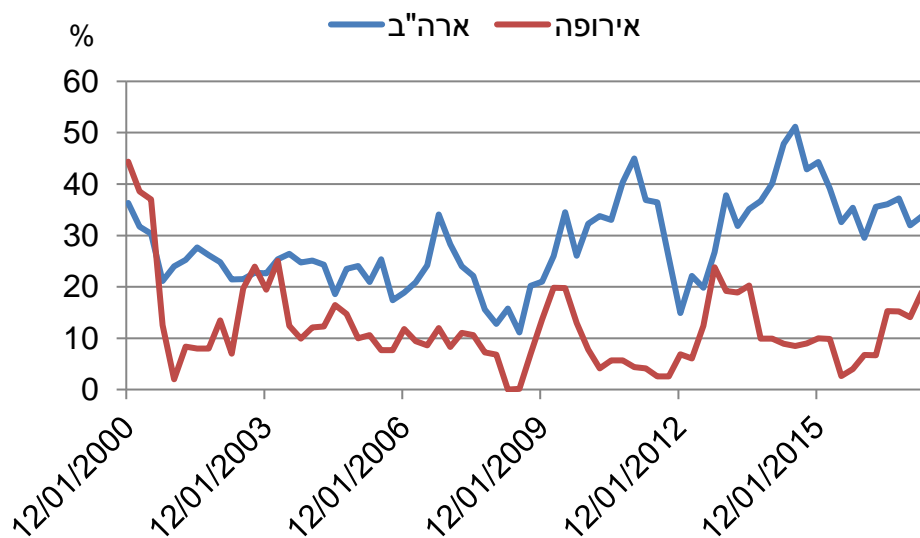
ריכוזיות גבוהה

מתוך כ-700 מיליארד דולר שהנפיקו חברות ההיי-טק בארה"ב מאז 2013, כ-310 מיליארד דולר הונפקו על ידי חמש חברות בלבד, כולן מוכרות: Apple Inc. (AA+/Stable/A-1+), Microsoft Corporation (AAA/Stable/A-1+), Oracle Corporation (AA-/Neg/A-1+), IBM Corporation (A+/Stable/A-1) ו-Cisco Systems (AA-/Stable/A-1). כ-400 מיליון הדולר הנותרים התחלקו כמעט שווה בשווה בין חברות הייטק בדירוג השקעה ('BBB' ומעלה) ובין חברות בדירוג ספקולטיבי. חברות בדירוג השקעה מהוות פחות מ-30% מחברות ההיי-טק בארה"ב, כך שריכוז ההנפקות בחברות בדירוג השקעה בולט מאד. בין החברות בדירוג ספקולטיבי קיימת נוכחות משמעותית של חברות בקטגוריית ה-'B' ואף ה-'B'. בעקבות שיעור הריבית הנמוך, המרווחים הצרים ותנאי השוק התומכים בשנים האחרונות גדל שיעורן של חברות ההיי-טק המדרוגות בדירוג 'B', והן מהוות כיום כשליש מקבוצת חברות ההיי-טק בדירוג ספקולטיבי לעומת כ-17% רק לפני שנתיים.

היקף גבוה מאוד של אג"ח להמרה

אג"ח להמרה מאפשר למשקיעים ליהנות מביצועי מניות חיוביים ולחברות ליהנות מעלויות גיוס נמוכות יותר. הביקוש הגבוה לאג"ח להמרה של חברות היי-טק הביא לכך שהתשואה הממוצעת לאג"ח להמרה של חברות היי-טק בארה"ב מינאר ועד מאי השנה עמדה על 0.68% בלבד. מעניין לציין כי ברבעונים האחרונים השתווה הביקוש לאג"ח של חברות היי-טק (לא רק אג"ח להמרה) לביקוש להנפקות אג"ח של חברות ממגזרים אחרים בשוק, לאחר תקופה ארוכה, מאז 2012, בה ניכר ביקוש גבוה יותר לחוב של חברות טכנולוגיה. נתון זה מעיד על שינוי בטעמי המשקיעים ובתפיסתם לגבי הסיכון בהשקעה בחברות היי-טק. תרשים 2 מציג את היקף הנפקות אג"ח להמרה של מגזר ההיי-טק בארה"ב ובאירופה ואת שיעורן של הנפקות אלה מתוך האג"ח להמרה שהונפקו על ידי חברות מכל המגזרים.

תרשים 2: משקל הנפקות האג"ח להמרה של מגזר ההיי-טק מסך הנפקות האג"ח להמרה בארה"ב ובאירופה



מקור: Thomson Financial and S&P Global Fixed Income Research.

איכות אשראי נמוכה אך יציבה (בשלב זה)

התקשורת עוסקת בעיקר בחברות הטכנולוגיה הגדולות והמוכרות במגזר והן נהנות מביקוש רב לחוב ולמניות שלהן. אולם רוב חברות ההיי-טק אינן מדורגות בדירוג השקעה, ודירוגן של רבות מהן אף ירד לאחרונה. כמעט מחצית מן החברות מדורגות בקטגוריות 'B' ו-'B-' ברמה הגלובלית (מקביל לקבוצת "BBB" המקומית). במגזר ההיי-טק בארה"ב, חברות בקבוצת ה-'B-' מהוות כשליש מהחברות בדירוג ספקולטיבי, עלייה משמעותית בהשוואה ל-2015, אז עמד שיעורן על 17.3%. רק תחום הקמעונאות והמסעדות מגיע לאחוז גבוה כל כך של דירוגים נמוכים. החל מ-2016 עולה שיעור החברות המדורגות בקבוצת ה-'B-' במגזר ההיי-טק על שיעורן בכלל החברות.

אשראי בהיי-טק – לא מה שחשבתם

למרות הירידה באיכות האשראי במגזר איננו רואים, בשלב זה, עלייה בשיעורי חדלות הפירעון, שתמיד היו נמוכים בהשוואה למגזרים אחרים, ולמעשה לא נרשמה אף חברת היי-טק שהגיעה לחדלות פירעון בשנה האחרונה. המגזרים בהם צופה S&P Global Ratings מקרים רבים יותר של חדלות פירעון הם תחומי האנרגיה, המשאבים הטבעיים ומוצרי צריכה, ואין ציפייה שלמגזר ההיי-טק תהיה נוכחות משמעותית בקבוצה זו.

עם זאת, בטווח הארוך יותר, מספר גורמים עלולים להשפיע לשלילה על המגזר, ביניהם הידוק המדיניות המוניטרית בארה"ב, משטר המס החדש המשפיע על נטילת חוב, והירידה הצפויה בתמיכה הפיסקלית של הממשל. ככל שגורמים אלה יתפתחו, רמת הסיכון עשויה לעלות, במיוחד לאור הירידה באיכות האשראי והגידול במספר החברות המדורגות בקבוצת ה-'B'.

בישראל

רק מעט מאד חברות היי-טק ישראליות מדורגות, אם איננו כוללים את החברות הביטחוניות, שבמובנים מסוימים ניתן לראות בהן חברות היי-טק. החברות הישראליות המדורגות נמצאות בתפר שבין דירוג השקעה לבין הדירוג ספקולטיבי בסולם הגלובלי. דבר זה מעיד כי החברות הישראליות המדורגות הן לעתים קרובות שחקניות מובילות בתחומן, אבל במונחים אבסולוטיים הן לרוב קטנות יחסית.

למרות הפעילות הענפה של חברות טכנולוגיה ישראליות בחו"ל, ולמרות שרבות מהן רשומות למסחר בארה"ב, מעטות מהן פונות לגיוס חוב בדרך של אג"ח להמרה. הדבר נובע ממספר סיבות, ביניהן גודלן הקטן ברמת השוק האמריקאי, מגוון אפשרויות מימון, ויתרות נזילות גדולות, במיוחד בחברות שנוטות לתחום התוכנה. להערכתנו, חברות ישראליות יגלו עניין גובר בשוק האג"ח אם יידרשו לבצע השקעות ורכישות מחד, ואם פער הריביות בין ישראל לבין ארה"ב יקטן מאידך.

טבלה 1: חברות טכנולוגיה מדורגות, לפי רמת דירוג

חברות מוכרות	מספר חברות מדורגות	קטגוריית דירוג
Microsoft Corp.	1	AAA
Apple Inc.	7	AA
Alphabet Inc. (Google)		
Canon Inc.		
FUJIFILM Holdings Corp.		
Samsung Electronics Co. Ltd.		
Oracle Corp.		
Cisco Systems Inc.		
Qualcomm Inc.	22	A
Tata Consultancy Services Ltd.		
Adobe Systems Inc.		
SAP SE		
Alibaba Group Holding Ltd.		
Applied Materials Inc.		
Salesforce.com Inc.		
Intel Corp.		
IBM - International Business Machines Corp		
Texas Instruments Inc.		
eBay Inc.	55	BBB
Sony Corp.		
HP Inc.		
Ericsson (Telefonaktiebolaget L.M.)	67	BB
Nokia Corp.		
Polycom Inc.	149	B
McAfee LLC		
Eastman Kodak Co.(A)		
	5	CCC

אשראי בהיי-טק – לא מה שחשבתם

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערות, תוצרי תוכנה ו/או אפליקציות אחרות), ; המאמרים וכל חלק ממנו (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של S&P Global Ratings בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע במסמך זה בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הניתוחים בקשר לדירוגי אשראי וניתוחים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר המופיע בתוכן מהווים אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסום המסמך, ואינן מהווים דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות