

## סיכום פעילות בשוק האג"ח: יוני 2012

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

[www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

# סיכום פעילות בשוק האג"ח - יוני 2012

## מגמות עיקריות

במחצית הראשונה של 2012 גויסו בשוק האג"ח כ- 23 מיליארד ₪, בהשוואה לכ- 15 מיליארד ₪ במחצית השנייה של 2011 וכ- 24 מיליארד ₪ במחצית הראשונה של 2011. העלייה בהיקף ההנפקות במחצית 2012 משקפת גידול משמעותי לעומת היקפי החוב שגויסו במחצית השנייה של 2011, במיוחד לאור העובדה שהגידול בהיקפי הגיוס מקורו בגידול של 85% בהנפקות אג"ח של חברות (corporate) ולא בגיוסים של המערכת הבנקאית, כעולה מלוח 1. יצוין כי בסקירה זו אנו שמים דגש מיוחד על בחינת נתוני הגיוס של חברות, ללא נתוני הסקטור הבנקאי, מאחר ועיקר העניין כיום מתמקד ביכולת המיחזור והשפעתה על הגמישות הפיננסית של החברות, זאת בעקבות צמצום האשראי במערכת הבנקאית והקושי הגובר והולך להנפיק אג"ח ציבורי. לוח 1 וגרף 1 מציגים את הנפקות האג"ח בשנה וחצי האחרונות, תוך הפרדה בין הנפקות הסקטור הבנקאי והנפקות החברות, ומאפשרים לעקוב אחר השינויים בהנפקות האג"ח על ידי החברות בין התקופות. הסתכלות על הנפקות אג"ח על ידי חברות ב- 2012 בהשוואה לנתוני המחצית הראשונה אשתקד, מצביעה אמנם על ירידה חדה בגיוס על ידי חברות (לכ- 12.5 מיליארד ₪ מכ- 19 מיליארד ₪), אולם מהסתכלות על גרף 1, המציג גם את נתוני 2010, עולה כי היקף הגיוס בתקופה המקבילה ב- 2011 היה גבוה במיוחד, באופן יחסי לשנים אלה (ראה גרף 1). מבחינת הסכומים שגויסו על ידי הסקטור הפיננסי ב- 6 החודשים הראשונים של השנה, אלה דומים בהיקפם לסכומים שגויסו במחצית הקודמת, כ- 9 מיליארד ₪, וגבוהים באופן יחסי למחצית הראשונה של 2011.

### לוח 1: הנפקות אג"ח – 2011 עד יוני 2012 (מיליוני ₪)<sup>1</sup>

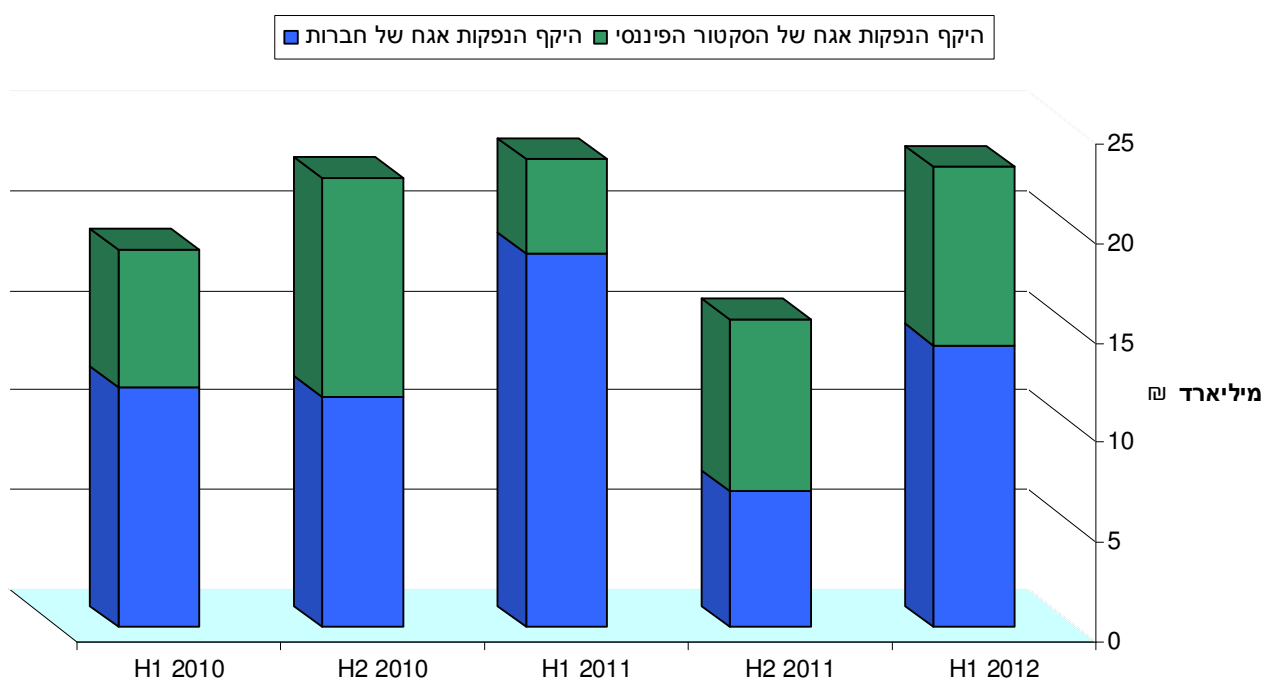
מחצית ראשונה 2011	מחצית שניה 2011	מחצית ראשונה *2012	רבעון ראשון 2012	רבעון שני* 2012	
23,784	15,443	21,482	12,358	9,124	סה"כ גיוס באמצעות אג"ח
5,066	8,668	8,964	5,792	3,172	מזה פיננסי
<b>18,718</b>	<b>6,775</b>	<b>12,519</b>	<b>6,567</b>	<b>5,952</b>	<b>מזה חברות (corporate)</b>

\* לא כולל את הנפקת חברת חשמל בערבות ממשלתית בהיקף של 1.5 מיליארד ₪, שבוצעה במאי. בבחינה רבעונית ניכרת, במבט ראשון, ירידה משמעותית בגיוס באמצעות אג"ח ברבעון השני, (גיוס של כ- 9 מיליארד ₪, לא כולל הנפקת חברת חשמל בערבות ממשלתית, לעומת 12 מיליארד ₪ ברבעון הראשון של 2012), אולם מבדיקת הרכב הנתונים מסתבר כי בהיקף הגיוס על ידי חברות חלה ירידה קלה בלבד בין התקופות והירידה המשמעותית ברבעון השני נובעת מקיטון חד בהנפקות הבנקים.

<sup>1</sup> כולל הקצאות פרטיות של אג"ח סחיר ואג"ח ברצף מוסדי. לא כולל הלוואות פרטיות.

עם זאת, ועל אף התמונה החיובית המצטיירת, כאשר נתוני הרבעון השני המתייחסים לחברות (ראה לוח 1) נמוכים אך במעט מנתוני הרבעון הראשון, חשוב לציין 2 תופעות: ראשית, מבחינת הפעילות בחודש יוני ניכרים סימני חולשה בגיוס אג"ח על ידי חברות. מרבית הגיוס ביוני בוצע על ידי הבנקים והחברה הממשלתית, מקורות ilAAA/Stable), וסך גיוסי חברות נמוך משמעותית מהיקף הגיוס בחודש הקודם. נתונים אלה עולים בקנה אחד עם העלייה בתשואות האג"ח בשוק, המאפיינת את השבועות האחרונים, כמפורט בהמשך. שנית, על אף הגיוסים הערים, כעולה מנתונים חצי שנתיים אלה, יש לזכור כי מדובר בעיקר במספר מצומצם יחסית של הנפקות גדולות של חברות יציבות, המאופיינות באיכות אשראי גבוהה, כאשר לחברות בסדר גודל בינוני ומטה, שאינן בדירוגי אשראי גבוהים, אין, למעשה, כמעט נגישות לשוק.

### **גרף 1: הנפקות אג"ח קונצרניות בחתך חצי שנתי לתקופה: 2010 עד יוני 2012 (במיליארדי ₪)**



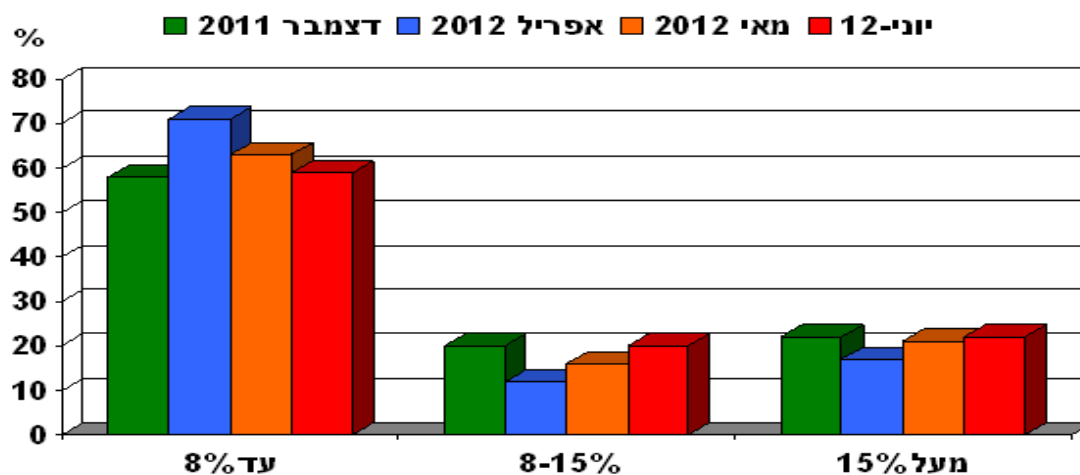
## **מאפיינים עיקריים בגיוס ההון**

### **תשואות לפדיון בשוק האג"ח והתמודדות עם צרכי המיחזור**

**תשואות לפדיון:** חוסר הוודאות והתשואות הגבוהות של אגרות החוב של חלק מהחברות בשוק מהווים אתגר משמעותי עבור החברות הנדרשות למיחזורי חוב, בהיקפים מהותיים, מזה מספר חודשים. שיעור האג"ח בתשואה העולה על 8% המשיך לעלות גם החודש, לעומת אפריל ומאי, עקב עלייה נוספת ברמת אי הוודאות וחשש להסדרי אג"ח נוספים, והגיע לכ- **41%**, לעומת 37% בסוף חודש מאי ו- **29%** בסוף אפריל, כמוצג בגרף 2. העלייה החדה במספר האג"ח הנסחרות בתשואה גבוהה מ- 8%, במהלך

החודשיים האחרונים, משקפת שוק תנודתי מאוד ומבטאת את אי הוודאות הפוקדת את השוק המקומי. נתוני התשואות ביוני 2012 מתקרבים לתשואות בסוף שנת 2011.

## גרף 2: התפלגות תשואה ברוטו לפדיון - נתוני יוני 2012 והשוואה לדצמבר 2011

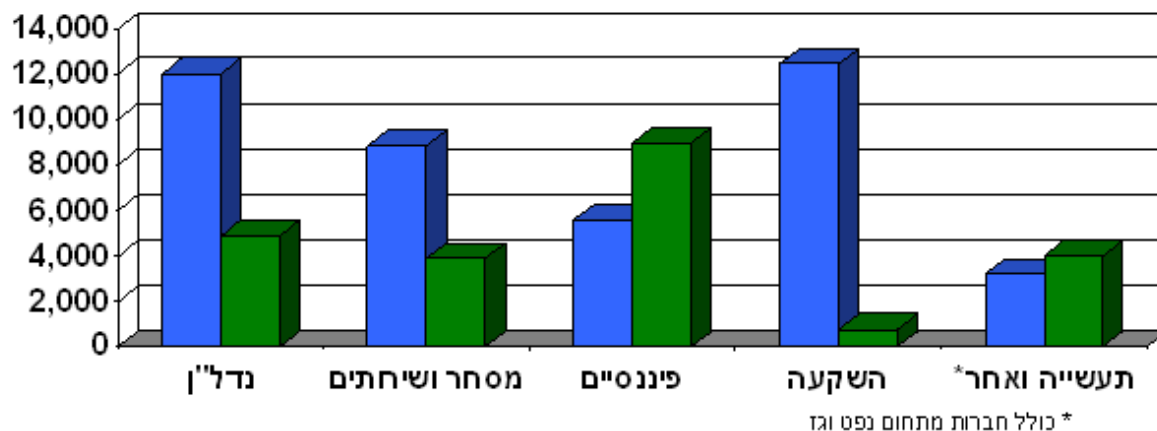


**צרכי מיחזור החוב הם הנושא המרכזי בשוק האשראי החוץ בנקאי בתקופה הנוכחית.** גרף 3 מציג אומדן להיקף הפדיונות הצפוי ב-2012 בחלוקה ענפית, בהשוואה להיקף הגיוסים במחצית הראשונה של השנה בענפים השונים. אם נבחן את הפער בין היקף הגיוסים של כל סקטור (למחצית הראשונה של השנה) לעומת האומדן לתחזית הפדיונות (לכל שנת 2012) נראה כי הפער הגדול ביותר הינו בקרב חברות ההחזקה. היקף הסכום שגויס השנה הינו שולי יחסית לסכום הצפוי לפירעון. נתוני הגיוס עולים בקנה אחד עם התשואות הגבוהות המאפיינות את האג"ח של חברות ההחזקה. במקרה של הסקטור הפיננסי וחברות התעשייה עולה היקף הגיוס במחצית השנה על היקפי הפדיונות הצפויים. יודגש כי אין בהכרח התאמה בין החברות שגייסו במחצית הראשונה של השנה ובין החברות הצפויות לפרוע את התשלומים במהלך השנה, וחלק מהגיוסים מיועדים גם לשימושים אחרים. כמו כן, לחברות מקורות נוספים, כמובן, לפירעון התשלומים הקרובים. עם זאת, הנתונים, משקפים את צרכי המיחזור הגדולים בסקטורים השונים ומציגים היבט מעניין בהקשר זה. (יצוין כי גיוסי אג"ח בסקטור המסחר והשירותים ב-2012 כוללים בעיקר חברות ממשלתיות).

### גרף מספר 3: 2012 - התפלגות תחזית הפדיונות וגיסי אג"ח לפי ענפים<sup>2</sup>

היקף גיסי אג"ח ינואר-יוני 2012 ■ אומדן לתחזית פדיונות אג"ח לשנת 2012 ■

מיליוני ₪



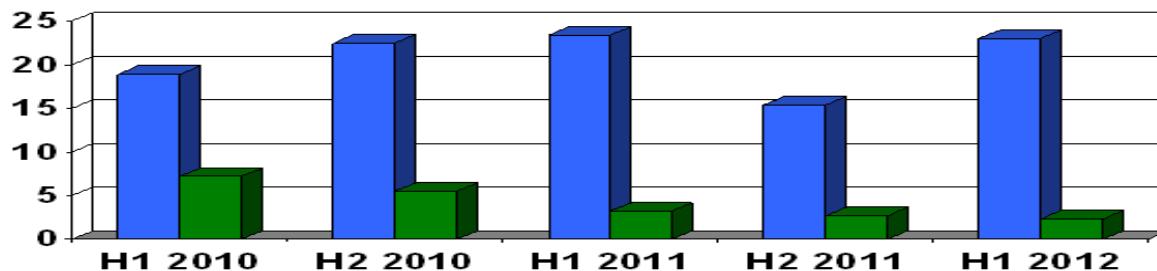
### הנפקות אג"ח והנפקות הון מניות

נתון מעניין נוסף המעיד על חולשת השוק הראשוני הוא התייחסות לגיסי הון, בשוק המניות. מבחינת נתונים אלה, כמוצג בגרף מספר 4 עולה כי היקף הגיסיים בשוק המניות נמוך מאוד, מזה תקופה, הן בהשוואה לשוק האג"ח (גם בניכוי נתוני הסקטור הפיננסי) והן באופן אבסולוטי. גם חברות חדשות לא נרשמו למסחר בבורסה ב-2012.

### גרף מספר 4 – היקפי גיסי אג"ח קונצרני בהשוואה להנפקות הון בשוק המניות במיליארדי ₪

גיסי הון ■ גיסי חוב ■

מיליארדי ₪



<sup>2</sup> עיבוד לנתוני הבורסה לניירות ערך, בנק ישראל ונתוני S&P Maalot.

## הקצאות פרטיות, הרחבות סדרה והלוואות פרטיות

במהלך התקופה נמשכה המגמה של גידול בהיקף ההנפקות הפרטיות של המוסדיים לחברות, באמצעות הרחבת סדרות קיימות וכן של גידול בהלוואות הפרטיות. כפי שהוצג בסקירה החודשית של S&P Maalot למאי 2012 נתוני ההלוואות הפרטיות מהווים כ- 30% מהיקף הגיוס באמצעות אגרות חוב על ידי חברות.

**הרחבות סדרה:** במחצית הראשונה של 2012 כ- 80% ממספר ההנפקות בוצעו בדרך של הרחבת סדרה והיתרה באמצעות סדרות חדשות, העומדות בכללי חודק. במונחים של היקף ההנפקות, כ- 33% מהיקף ההנפקות ב- 2012 בוצעו באמצעות סדרות חדשות, בהשוואה לכ- 55% במחצית המקבילה אשתקד. עם זאת, ברבעון השני של השנה חלה עלייה במספר הסדרות החדשות שהונפקו, בהשוואה לרבעון הראשון.

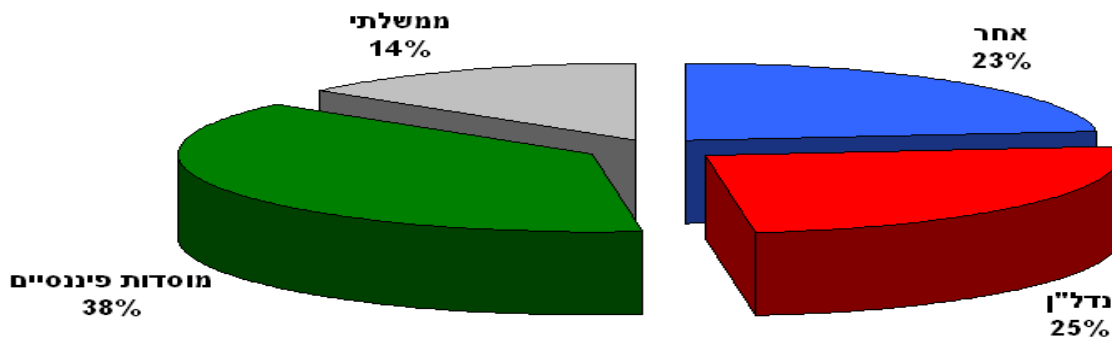
### התפלגות ענפית

במהלך חודש יוני, חזרו הנפקות הבנקים לבלוט עם היקף הנפקות של כ- 46% מסך היקף ההנפקות החודשי. בחישוב הנתונים מתחילת השנה, הבנקים וחברות הביטוח ממשיכים להוביל את עוגת ההנפקות וחלקן מסך הגיוס עומד על כ- 38%. לאחר הסקטור הפיננסי בולטות הנפקות חברות הנדל"ן, חלקן מסך הנפקות האג"ח מתחילת 2012 עומד על כ- 25%, גידול משמעותי לעומת כ- 18% מהיקף ההנפקות ב- 2011. (ראה גרף 5)

**בניכוי הנפקות הסקטור הפיננסי עומד חלקן של חברות הנדל"ן על כ- 40% מהיקף ההנפקות שבוצע במחצית הראשונה של 2012.** חלקו המהותי של סקטור הנדל"ן מסך הגיוסים מושפע מכך שהסקטור מציג צרכי מיחזור גבוהים במיוחד, יחסית למרבית הסקטורים האחרים, וכן מושפע מהעובדה שלחלק מחברות הנדל"ן יש יכולת להציע בטחונות למשקיעים, ולכן הנפקות אלה אטרקטיביות יחסית בתקופות של אי ודאות.

חלקו של הסקטור הממשלתי בעוגת ההנפקות, ללא הנפקה של חברת חשמל בערבות ממשלתית, עדיין משמעותי ומסתכם בכ- 8%.

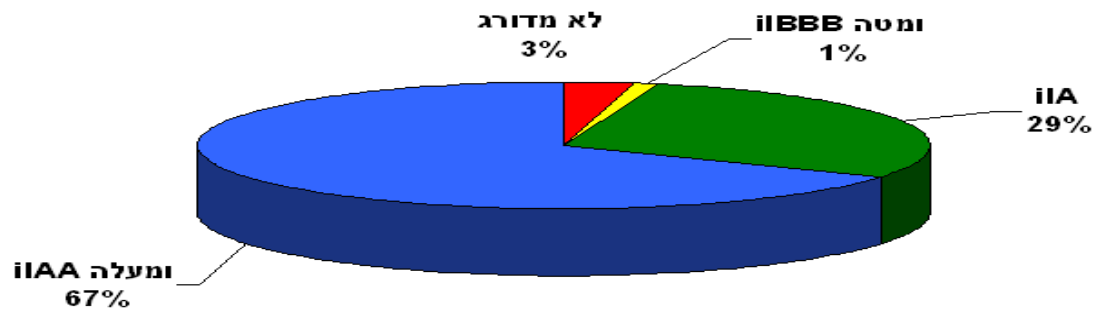
### גרף מספר 5: 2012 - התפלגות גיוסי אג"ח בחתך ענפי (סה"כ היקף הגיוס כ- 23 מיליארד ₪)



## איכות האשראי של המנפיקים ב- 2012

על רקע המשך אי הוודאות ובדומה למגמה שאפיינה את המחצית השנייה של 2011, בעיקר חברות גדולות ובעלות איכות אשראי גבוהה יחסית הצליחו לגייס ב- 2012. נציין כי במהלך יוני ניכר, כי גם חברות עם איכות אשראי גבוהה התמודדו עם קשיים של ביקוש חסר וסכום הגיוס בפועל היה נמוך יותר מהמתוכנן. בהתייחס להתפלגות ההנפקות במחצית הראשונה של 2012, כ- 67% מהיקף הסכום שגויס היה מקבוצת ה: 'iIAA' ומעלה וכ- 29% היו הנפקות בקבוצת ה: 'iIA'. חלקן של ההנפקות הלא מדורגות עמד על כ- 3% בלבד. (ראה גרף 6)

### גרף מספר 6: התפלגות גיוסי אג"ח לפי קבוצות דירוג



### במבט קדימה

במבט קדימה, רמות התשואות הנוכחיות ממשכות להקשות על פלח הולך וגדל של חברות למחזר את החוב. גם חברות בעלות איכות אשראי גבוהה יחסית יתמודדו עם אתגרי המיחזור בשל תנאי השוק הקשים. גם בשוק המשני, פדיונות של קרנות הנאמנות וחוסר ביקוש מצד המשקיעים המוסדיים בשל מחויבות לפעול בהתאם ליישום ועדת חודק מקשים על תנאי השוק. אי הוודאות ההולכת וגוברת והתשואות בשוק משפיעים לשלילה על קצב ההנפקות הצפוי בשבועות הקרובים, ואנו מעריכים כי היקף ההנפקות של אג"ח לציבור בחודשים הקרובים יהיה נמוך מהמוצע החודשי עד כה. מבחינת החברות, לאור צרכי המיחזור הגבוהים מצד אחד והקושי להנפיק אג"ח לצרכי מיחזור מהצד השני, צפויים יותר מימושי נכסים ומכירות ובמקרה ותהליכים אלה לא יצלחו, יותר חברות תמצאנה עצמן בשלב של הסדרי אג"ח.

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (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 Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר 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 לדיון.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה 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.