

Maalot

S&P Global Ratings

סיכום הפעילות בשוק האג"ח - ספטמבר 2017

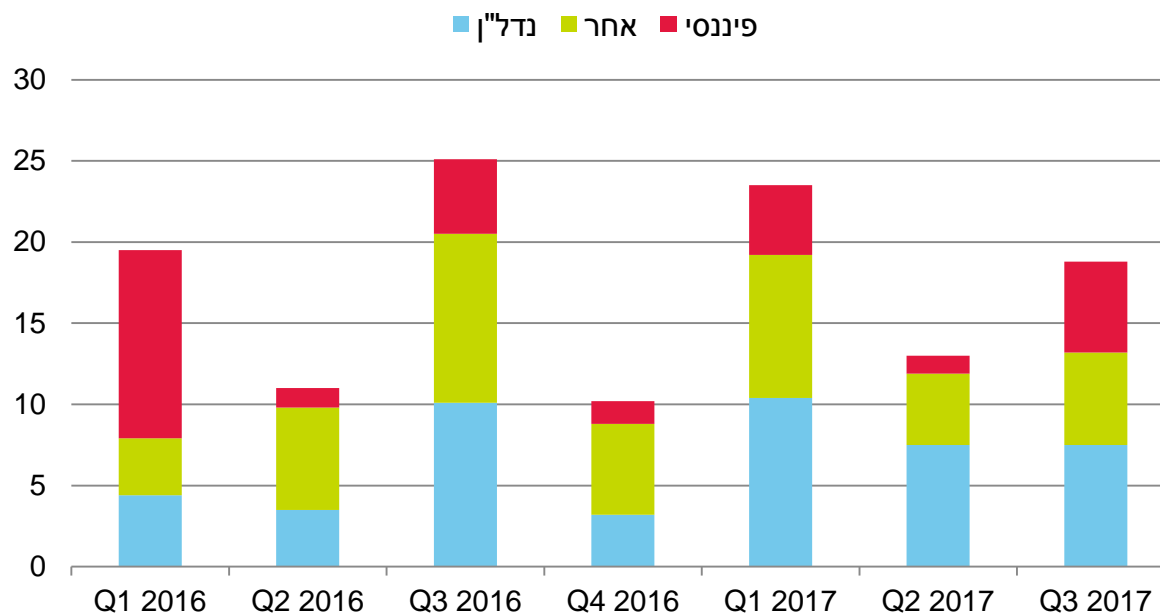
ספטמבר, 2017

מגמות אשראי

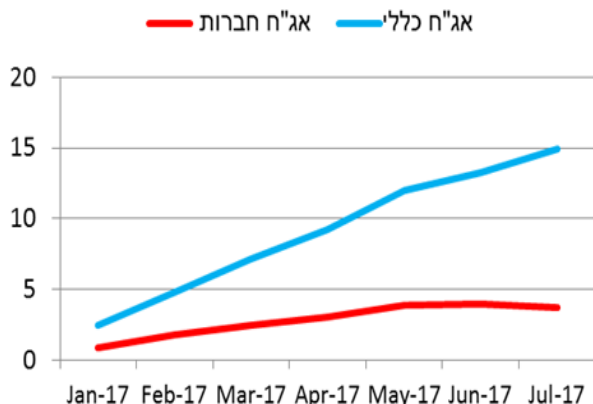
היקף ההנפקות

- היקף ההנפקות מתחילת השנה הסתכם בכ- 55 מיליארד ש"ח בדומה לתקופה המקבילה אשתקד. כ- 42% מסכום זה הונפק ברבעון הראשון של השנה בו גויסו כ- 23 מיליארד ש"ח.
- היקף ההנפקות ברבעון השלישי ב-2017 הסתכם בכ- 19 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ- 13 מיליארד ש"ח ברבעון הקודם ולאחר פעילות ערה ברבעון הראשון. (ראה גרף 1). היקף הגיוסים ברבעון הראשון של 2017 הסתכם בכ- 23.5 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ- 32 מיליארד שגויסו בסיכום שני הרבעונים האחרונים.
- היקף הגיוסים מתחילת 2017 של **הסקטור הלא פיננסי**, המשיך לצמוח והסתכם בכ- 44 מיליארד ש"ח, עלייה של כ- 10% לעומת התקופה המקבילה אשתקד (כ-38 מיליארד ש"ח). במהלך 2017 היינו עדים להנפקות גדולות של חברות בתחום התשתיות, שחלקן נשענות על התזרים הצפוי ממאגר תמר. כמובן, ברקע תמיד נשארים צרכי מחזור החוב ושיפור התנאים של החברות השונות במשק. רמת הריבית הנמוכה וצרכי המיחזור הגבוהים, במיוחד של חברות הנדל"ן, הובילו להמשך החלפת חוב במימון זול יותר בעיקר באמצעות מיחזור חוב. במקביל, היינו עדים לירידה משמעותית בהנפקות של המגזר הפיננסי מתחילת 2017, לאחר שהבנקים הגיעו בשנה שעברה אל יעדי ההון שהציבו הרגולטורים ועל רקע התמתנות הביקוש לאשראי במהלך החציון הראשון של 2017.

גרף 1: היקף הנפקות אג"ח קונצרני לפי רבעונים נתוני - ספטמבר 2016 (במיליארדי ש"ח)



גרף 2: צבירה נטו מצטברת בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח חברות ואג"ח (במיליארד ש"ח)



- המשקיעים ממשיכים להשקיע בקרנות נאמנות המתמקדות באג"ח חברות בעוד שבקרנות אג"ח ממשלתי נרשמו פדיונות. קרנות הנאמנות המתמחות באג"ח חברות הן משקיע מרכזי בהנפקות האג"ח הסחיר והצבירה החיובית נטו בקרנות אלה מזינה את שוק ההנפקות - סה"כ מתחילת השנה כ- 16 מיליארד ש"ח, למרות שבאוגוסט הצבירה בקרנות אג"ח היתה נמוכה הנזילות הגבוהה ורמת הריביות הנמוכה המשיכה לתמוך בביקושים ולאפשר לחברות מתחומי פעילות שונים וברמות סיכון שונות להנפיק בשוק המקומי.

- נציין כי ערך שוק האג"ח הסחיר, שגדל בכ-10% ב-2016, לראשונה לאחר ארבע שנים של קפאון, המשיך לצמוח ב-2017 ובתשעת החודשים ראשונים של השנה עלה במעל לכ- 7% נוספים והגיע לכ- 320 מיליארד ש"ח כלומר, נתוני הגיוס ממשיכים להצביע על התרחבות וצמיחה נטו בשוק האג"ח. (ראה לוח 1).

לוח 1: נתונים עיקריים- שוק האג"ח הקונצרני מ-2013 ספטמבר 2017 (במיליארדי ש"ח)

ינואר- ספטמבר 2017	2016	2015	2014	2013	
320	300	273	260	267	ערך שוק האג"ח
55	64	55	42	35	סה"כ הנפקות אג"ח
44	46	34	31	30	הנפקות אג"ח-סקטור לא פיננסי
11	18	21	11	5	הנפקות אגח- סקטור פיננסי
125	120	95	130	110	מספר חברות מנפיקות
הנפקות קורפורייט (ללא פיננסיים)					
ינואר-ספטמבר 2017	2016	2015	2014	2013	
44	46	34	31	30	הנפקות אג"ח-סקטור לא פיננסי
25	21	20	15	17	סקטור הנדל"ן
6	3	5	3	0.5	מזה הנפקות נדל"ן אמריקאי
19	25	14	16	13	סקטור עסקי - אחר

- היקף ההנפקות בחודש ספטמבר עצמו הסתכם בכ-10 מיליארד ש"ח, גבוה בהשוואה למוצע היקף ההנפקות החודשי ב-2017 וירידה משמעותית של יותר מכ-35% בהשוואה לרמת שיא של כ-16 מיליארד ש"ח בספטמבר אשתקד. מרבית ההנפקות החודש היו של חברות מתחום הנדל"ן, ברמות דירוג שונות. ההנפקה הגדולה ביותר בוצעה לקראת סוף הרבעון על ידי בנק מזרחי בהיקף של כ-3.5 מיליארד ש"ח.
- במבט קדימה, סביר כי קצב ההנפקות ימשך במיוחד לאור צרכים בתשתיות וחברות חדשות. בסופו של דבר אנו מעריכים כי שנת 2017 תסתיים בהיקף דומה להיקף ההנפקות בשנת 2016, אך עם ירידה בהנפקות אג"ח של המגזר הפיננסי מהשוק, לצד התחזקות משמעותית של מגזר הקורפורט.

ההנפקות הגדולות – ירידה ברמת הריכוזיות של ההנפקות

- עשרת המנפיקים הגדולים ריכזו מתחילת השנה כ-35% מהיקף ההנפקות, ירידה משמעותית בהשוואה לכמחצית בשנתיים האחרונות.
- המנפיקים הגדולים מתחילת השנה הם מזרחי טפחות (6.25 מיליארד ש"ח), תמר פטרוליום (2.3 מיליארד ש"ח) ומליסרון (1.9 מיליארד ש"ח) (ראה לוח 2).
- חברות מתחומי פעילות מגוונים הנפיקו בהיקפים גבוהים יחסית לרבות: אנרגיה, נדל"ן, השקעות ועוד כאשר בלטו בהעדרם הנפקות הבנקים, שלרוב מנפיקים בהיקפים גבוהים יחסית. הירידה ברמת הריכוזיות מיוחסת בעיקר לירידה המשמעותית בפעילות ההנפקות של הבנקים.

לוח 2: ההנפקות הגדולות מתחילת 2017 (במיליוני ש"ח)

חברה	סכום	תחום	דירוג
מזרחי טפחות	6,200	בנקים	iAAA
תמר פטרוליום	2,315	אנרגיה	iA+
מליסרון	1,880	נדל"ן	iAA-
אידיבי	1,702	השקעות	לא מדורג
ישראמקו	1,576	אנרגיה	iAA
רפאל	1,500	תעשייה	iAAA
חשמל	1,391	מסחר ושירותים	iAA
קבוצת עזריאלי	1,365	נדל"ן	iAA+
אליהו	1,300	פיננסיים	iA+
חלל	1,225	מסחר ושירותים	לא מדורג
קבוצת דלק	1,020	השקעות	iA
סה"כ	21,474		

חתך סקטוריאלי – חברות הנדל"ן האמריקאיות שחקן משמעותי בפעילות ההנפקות

- סקטור הנדל"ן – מעל 45% מההנפקות בוצעו על ידי סקטור הנדל"ן בהיקף כולל של כ-25 מיליארד ש"ח, עלייה של כ-30%, בהשוואה לכ-18 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. היקף הגיוס הגבוה של סקטור הנדל"ן הושפע בעיקר מהעובדה שהסקטור מציג צרכי מיחזור גבוהים במיוחד וכן מפעילות ערה של חברות נדל"ן אמריקאיות נוספות שהפכו לשחקן משמעותי השנה. היקף ההנפקות של חברות אלו מתחילת 2017 הסתכם בכ-6 מיליארד ש"ח כפליים מהסכום שהונפק בתקופה המקבילה אשתקד.

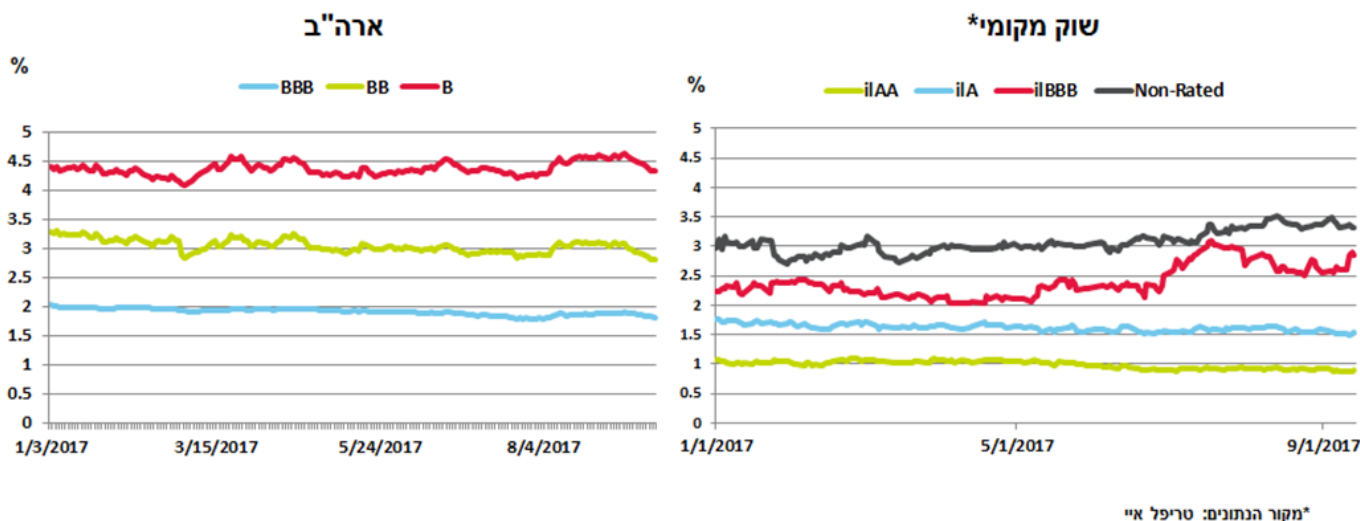
בטווח הבינוני ימשיכו שיעורי הריבית בארה"ב להיות נמוכים בהשוואה לשנים שלפני המשבר הכלכלי, כך שעלויות האשראי הנמוכות בארה"ב ימשיכו לתמוך בפעילות חברות הנדל"ן האמריקאיות. להערכתנו, הפער השלילי בריבית חסרת הסיכון בין ישראל לארה"ב ימשיך לעודד חברות נדל"ן מארה"ב להנפיק בשוק המקומי ולכן עשוי להמשיך למשוך גם חברות בעלות איכות אשראי נמוכה יחסית, כפי שראינו בעת האחרונה.

- **המשך פעילות משמעותית של חברות נוספות מהסקטור העסקי שהצטרפו למעגל המנפיקות - לצד פעילות ההנפקות של חברות הנדל"ן בולטת פעילות משמעותית של חברות מהסקטור הלא פיננסי, שאינן מתחום הנדל"ן, לרבות חברות הפועלות בתחום האנרגיה, מסחר, תעשייה וכו'. וסה"כ משקל ההנפקות של חברות אלו הסתכם בכ- 35% בתשעת החודשים הראשונים מתחילת 2017 בדומה לתקופה המקבילה ב-2016.**
- **ירידה משמעותית במשקל ההנפקות של הסקטור הפיננסי – אין ספק כי השינוי המשמעותי ביותר בהתפלגות היקף ההנפקות הינו של הסקטור הפיננסי. כ-20% בלבד מהיקף ההנפקות בוצע על ידי הסקטור הפיננסי בהשוואה לכשליש שנה שעברה. הירידה מיוחסת בעיקר לקיטון בפעילות ההנפקות של הבנקים אשר הגיעו ליעדי הלימות ההון, ולכן יש פחות צורך להנפיק הון משני ומכשירים היברידיים אשר נחשבים כחלק ממהון הרגולטורי.**
- עם זאת, השנה אנו עדים לכניסתן של מספר שחקניות חדשות – העוסקות במתן אשראי חוץ בנקאי, אשר החלו לגייס חוב באמצעות הנפקת אג"ח בשוק המקומי.

מרווחי הסיכון – ממשיכים להיות נמוכים

- גרף 3 מציג את מרווחי הסיכון לפי רמות דירוג בשוק המקומי. מהתרשים ניכר כי מתחילת 2017 נמשכה המגמה בירידת מרווחי הסיכון של אג"ח חברות בקבוצת הדירוג ilAA (מרווח ממוצע של כ-0.9%) וכן בקטגוריית הדירוג ilA בה מרוכזים דירוגים רבים (מרווח ממוצע של כ-1.5% בהשוואה לכ-1.7% בתחילת השנה). החברות המדורגות בדירוגים אלה ניצלו את המרווחים הנמוכים לשיפור מבנה החוב באמצעות החלפת חובות ישנים בריביות יקרות והארכת מח"מ החוב.
- המרווח הממוצע בקבוצת החברות המדורגות ilBBB עלה מעט במהלך השנה לרמה של כ-2.8%, אך הנתון מושפע מגיוסים בתשואות גבוהות של חברות אמריקאיות חדשות בדירוגים נמוכים. מתחילת השנה מרווחי הסיכון בקבוצת ה-ilBBB, בניכוי מרווחי הסיכון של חברות הנדל"ן האמריקאיות, ירדו לרמה של כ-2%.
- המשך הירידה במרווחים נתמכה בנזילות הגבוהה של המשקיעים המוסדיים והצבירה נטו החיובית בקרנות נאמנות מתמחות באג"ח חברות. מרווחי הסיכון בארה"ב הראו מגמת ירידה דומה, אך עדיין נותרו ברמה גבוהה מבישראל.

גרף מספר 3 : מרווחי הסיכון לפי רמות דירוג – שוק מקומי וארה"ב

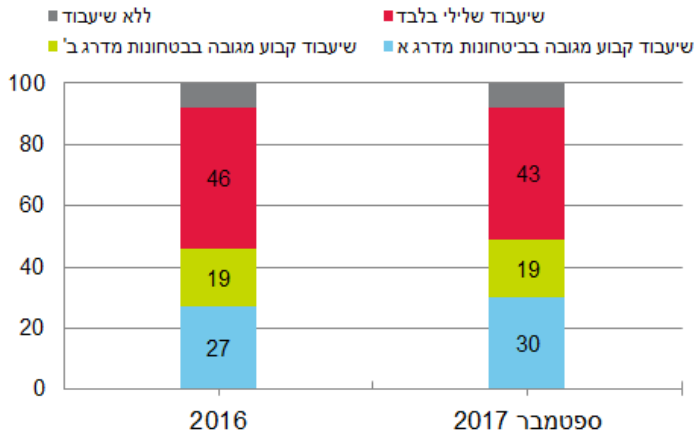


- נתוני הבסיס בשוק, הנזילות הגבוהה וסביבת הריבית הנמוכה בישראל, צפויים להמשיך ולתמוך בפעילות בשוק האג"ח בישראל. אנו לא צופים עליית ריבית משמעותית בשוק המקומי בטווח הקרוב. לאורך זמן אנו מעריכים כי קיימת קורלציה בין שוק ההון הישראלי לשוק ההון האמריקאי והריבית תתחיל לעלות, אם כי במתינות. כמו כן, עליית הריבית, אם וכאשר תתבצע, עשויה להוביל להעדפה של נכסים ברמת סיכון נמוכה, כלומר באג"ח ממשלתי או באג"ח בדירוג גבוה, על חשבון נכסי סיכון כגון אג"ח קונצרני בסיכון גבוה ומניות, כך שהנגישות של חברות מסוימות לשווקי ההון עלולה להפגע בטווח הבינוני-ארוך.

ביטחונות – על אף עלייה קלה בחלק ממספר ההנפקות שלוו בבטחונות איכותיים, עדיין חלק הארי מהנפקות האג"ח מתבצעות עם בטחונות חלשים או ללא בטחונות כלל

- מתחילת 2017 משקלן של ההנפקות המגובות בבטחונות עלה מעט והגיע קרוב למחצית במונחים של מספר ההנפקות של סדרות חדשות. כשליש מהסדרות החדשות הונפקו בלווית בטחונות, שלפי הגדרתנו הם בטחונות סוג א': שיעבוד קבוע וראשון בעיקר של נכסי נדל"ן, רכבים ומניות סחירות של חברות תפעוליות. בפרט, מספר חברות אמריקאיות שנפיקו לאחרונה ברמת דירוג נמוכה יחסית, בקבוצת ה-ilBBB, בחרו לתת שעבודים על נכסי נדל"ן מניב, וגייסו בסדרות המובטחות בריביות נמוכות מהסדרות הלא מובטחות.

גרף 4: התפלגות הסדרות החדשות לפי סוגי ביטחונות (%)

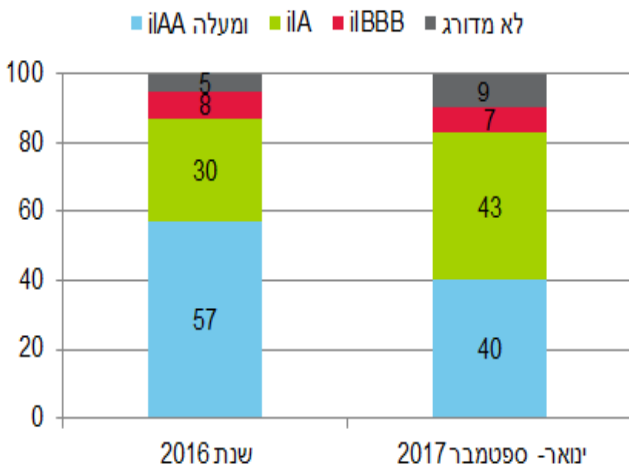


- במבט קדימה, בתרחיש של עליית המרווחים בקבוצות הדירוג הנמוכות או, לחילופין, עלייה ברמת הריבית, אנו מעריכים כי חברות בדירוגים נמוכים יחסית, שיהיו חייבות להנפיק לצורך מיחזור חובות, יבחרו ככל הנראה במסלול של מתן ביטחונות, לצורך הגברת נגישותן לשוק ההון וגיוס בתנאי ריבית אטרקטיביים.

- כ-20% מהסדרות החדשות מתחילת 2017 הונפקו עם ביטחונות חלשים יחסית, כלומר שיעבוד שני על נכסים ריאליים, שיעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, מניות לא סחירות ושיעבוד על חשבון עודפים וכו' וחברות רבות מנפיקות ללא ביטחונות כלל או מסתפקות בשיעבוד שוטף שלילי (כ-50% מהסדרות החדשות), המונע מהחברות לשיעבד את נכסיהן לאחרים, אך אינו מייצר מקור מובטח לשיקום חוב עבור בעלי האג"ח.

איכות האשראי - כ-90% מהיקף ההנפקות היו מדורגות

גרף 5: התפלגות היקף ההנפקות לפי רמות דירוג (%)



- בבחינת איכות האשראי של ההנפקות בחודשים האחרונים אנו עדים לפתיחות בשוק לכל רמות הסיכון. מבחינת היקף ההנפקות - ההנפקות הלא מדורגות של אידיבי פיתוח וחלל, בהיקף של כ-1.7 וכ-1.2 מיליארד ש"ח בהתאמה, הובילו לגידול מסויים במשקלן של ההנפקות הלא מדורגות במונחים של שווי הנפקה, אולם עדיין כ-90% משווי ההנפקות דורג. כמו כן, חל גידול בהיקף ההנפקות של קבוצת ה-ilA, ובמקביל ירידה בהיקף ההנפקות של קבוצת ה-ilAA. הירידה הושפעה ממיעוט ההנפקות של הבנקים מתחילת השנה בהשוואה לפעילות ההנפקות ב-2016.

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 לדין.

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.