



**STANDARD & POOR'S
MAALOT**

McGRAW HILL FINANCIAL

2013 - סיכום הפעילות בשוק האג"ח

ינואר, 2014

מגמות אשראי

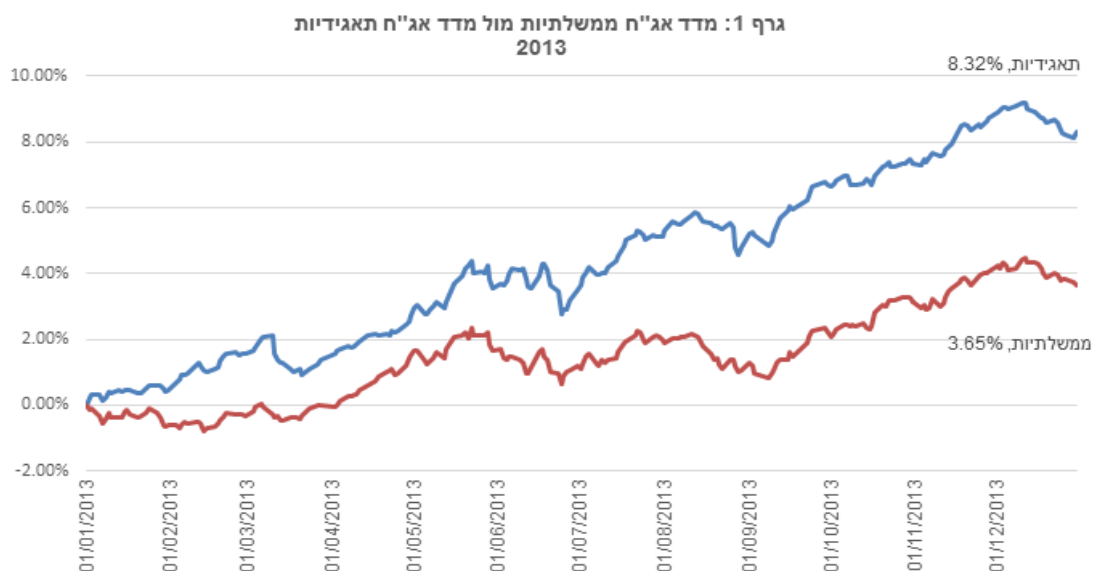
- שוק האג"ח הקונצרני ב- 2013 התאפיין בפעילות ערה, שבאה לידי ביטוי בהנפקות רבות, עליה בשערי האג"ח ובמדדים וגידול במחזורי המסחר. במהלך 2013 הסתכם גיוס ההון באמצעות אג"ח בסכום של כ- 35 מיליארד ₪, בדומה להיקף הסכום שגויס בשנה הקודמת. אולם, אם נבחן את סך הנפקות האג"ח על ידי חברות (ללא מוסדות פיננסיים) הרי שנתוני 2013, המסתכמים בכ- 30 מיליארד ₪, מבטאים עלייה חדה של כ-35% לעומת היקף ההנפקות ב-2012.
- ביטחונות ושעבודים – השנה ניכרת עליה במספר ההנפקות המגובות בביטחונות, אך זו מתאפיינת בעיקר בביטחונות באיכות נמוכה יחסית. חלקן של הסדרות החדשות המגובות בביטחונות מסך הסדרות החדשות שהונפקו עלה השנה לכ- 50% בהשוואה לכ- 37% אשתקד. אולם, מבחינת איכות הביטחונות עולה כי רק כ- 16% מהביטחונות שניתנו במסגרת הנפקת סדרות חדשות מתחילת 2013 מוגדרים על ידנו כדרג א' וכ- 32% מוגדרים כדרג ב'. המשמעות היא, שבמרבית המקרים בהם ניתנו בטחונות ב-2013 היו אלה בטחונות חלשים יחסית, לרבות שעבוד שני על נכסים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות.
- הגידול בהיקף ההנפקות של חברות הנדל"ן והירידה החדה בהיקף ההנפקות של הסקטור הפיננסי מהווים את השינויים המשמעותיים ביותר בחתך ענפי בהשוואה ל-2012. סקטור הנדל"ן המשיך להוביל את גל ההנפקות ב- 2013 וחלקו מסך הגיוס מתקרב לכ- 50% בהשוואה לכ- 35% ולכ- 19% ב- 2012 ו-2011, בהתאמה.
- יישום כללי חודק ותנאי השוק הובילו למגמה ברורה של עליה בהיקף ההלוואות שניתן לחברות על ידי גופי הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל, באופן ישיר (הלוואות לא סחירות). בעשרת החודשים הראשונים של 2013. האומדן לשיעור ההלוואות הפרטיות מסך הגיוס החוץ בנקאי (בנטרול מוסדות פיננסיים) עומד על כ- 27%. מבחינת נתוני הרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים עולה התחלופה בין ההלוואות הפרטיות לרכישת אג"ח סחיר. בהעדר נתונים על איכות ההלוואות והביטחונות, הניתנים במסגרת ההלוואות הפרטיות, לא ניתן להשוות בין שני סוגי המימון לחברות או לבדוק האם הביטחונות האיכותיים יותר ניתנים במסגרת ההלוואות הפרטיות והאג"ח לציבור מונפק עם התניות פיננסיות בלבד או בטחונות באיכות נמוכה יותר. יש לקוות שיישום המלצות ועדת גולדשמיט יתרום לשקיפות גדולה יותר ויאפשר לבחון את הנושא. בשלב זה, ניתן לציין כי ההלוואות הפרטיות מהוות במידה מסוימת תחליף לחוב הסחיר ולגידול בהיקף ההלוואות יש השפעה שלילית על הפעילות בשוק האג"ח הסחיר, הן מבחינת ההיקף ויתכן שגם מבחינת האיכות.
- במהלך השנה האחרונה בלטה הירידה החדה במרווחי הסיכון שהחלה לקראת סוף 2012. במיוחד בולטת הירידה מכ- 14% לכ- 5% במרווחים של אג"ח לא מדורגות. כמו כן, המרווחים ירדו מכ- 12% לכ- 3% בחברות המדורגות בקבוצת ה: BBB.
- רמת המרווחים הנמוכה, הירידה באיכות הביטחונות במחצית השנייה של השנה והגידול במספר ההנפקות הלא מדורגות או בדרגים נמוכים מעלים סימני שאלה באשר לתמחור הסיכונים.

- עשרת המנפיקים הגדולים ריכזו כ- 38% מסך היקף ההנפקות, ירידה בהשוואה לכ- 47% בשנה שעברה ולכ- 60% ב- 2011. במהלך 2013 ההנפקות הגדולות בוצעו על ידי חברות מתחומי פעילות שונים: מסחר, תעשייה, נדל"ן, פיננסיים ונציגות מהסקטור הממשלתי, זאת לעומת שנת 2012, בה עיקר ההנפקות הגדולות היו על ידי הסקטור הפיננסי.
- במבט ל- 2014 רמת הריבית ומרווחי הסיכון הנמוכים באופן היסטורי, השוררים בשוק כבר תקופה ארוכה, לא צפויים, להערכתנו, להשתנות באופן משמעותי בטווח הקרוב. סביבת הריבית יחד עם רמת הנזילות הגבוהה של השחקנים בשוק והעדר אלטרנטיבות השקעה, ימשיכו לעודד את הנפקות האג"ח. במקביל, סביבת המרווחים תסיט את ההשקעות גם לאפיק המנייתי וגם הפעילות בשוק האקוויטי תצמח.
- באשר לחברות המדורגות על ידי S&P מעלות, אנו מזהים יציבות ואף שיפור מסוים בביצועים התפעוליים. כמו כן, חל שיפור בפרופיל הנזילות של חברות מדורגות רבות עקב הנגישות המוגברת למקורות מימון בעלות נמוכה ככלל, ולשוק האג"ח בפרט. הנתונים מאוששים את המגמות הנ"ל. שיעור החברות עם תחזית דירוג שלילית ירד מ- 38% בסוף 2012 לכ- 19% בסוף 2013. מעניין לציין שהמגמה החיובית מגיעה על רקע דשדוש בסביבה המאקרו כלכלית המקומית.
- על אף היקפי הגיוס המשמעותיים שנרשמו בשנת 2013, ניכרת ירידה מסוימת בחשיפה של המשקיעים המוסדיים לאג"ח קונצרני, כפי שעולה מהעובדה ששיעור ההשקעות באג"ח חברות ירד מכ- 17.8% מתיק הנכסים של המוסדיים בדצמבר 2012 ל- 16.9% באוקטובר 2013. מנגד, כספים רבים שגויסו על ידי תעשיית קרנות הנאמנות הגואה, וקרנות האג"ח הקונצרני בפרט, ספגו את ההיצע. הגידול בהיקף ההלוואות הפרטיות, כתחליף לרכישת אג"ח בשוק הסחיר, ימשך, להערכתנו, גם במבט קדימה והוא מצביע על שינוי מבני של שוק האשראי החוץ בנקאי, בהשוואה לפעילות טרום המשבר.

הפעילות הכלכלית בישראל בשנת 2013 התאפיינה ביציבות, כאשר קצב הצמיחה ממשיך להיות מתון. שיעורי הצמיחה בכלכלות אירופה וארה"ב אומנם הואצו בשנת 2013, במיוחד בארה"ב. זאת על רקע שיפור בחלק מהאינדיקטורים הכלכליים, אך הם עדיין נותרו נמוכים. אנו מעריכים כי שיעור הצמיחה הנמוך, המאפיין את הכלכלה העולמית, מהווה גורם סיכון מהותי בהקשר לפעילות ולמגמות בשוקי ההון בעולם בשנים הקרובות. עם זאת, הפעילות בשוקי ההון הגלובאליים בשנת 2013 התאפיינה במגמה חיובית על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה, אותה מיישמים מרבית הבנקים המרכזיים בעולם. אנו סבורים כי לאורך זמן חייב להתקיים איזון בין הפעילות הריאלית לבין הפעילות בשוקי ההון. העדר צמיחה מהותית בכלכלות בעולם עלולה להעיב לאורך זמן על הפעילות בשוקי ההון.

הפעילות בשוק החוב המקומי ב- 2013 התנהלה על רקע האתגרים בסביבה המקומית והגלובאלית. בשוק המקומי נרשמה צמיחה בקצב מתון יחסית, השקל התחזק, הריבית הופחתה 3 פעמים במהלך השנה לרמה של 1% ומרווחי הסיכון ירדו לרמה נמוכה באופן היסטורי. **על רקע המרווחים הנמוכים והנזילות הגבוהה של השחקנים, שוק האג"ח הקונצרני התאפיין בפעילות ערה, שבאה לידי ביטוי בהיקפים גבוהים של הנפקות חדשות, עליית שערי האג"ח ומדדי האג"ח וגידול במחזורי המסחר, לצד המשך טיפול בחברות שכשלו ובהסדרי חוב.**

גרף 1 מציג את העלייה במדד אג"ח חברות בהשוואה לשינוי במדד אגרות החוב הממשלתיות במהלך השנה האחרונה. מדד אג"ח חברות עלה השנה בכ-8% בהשוואה לעליה של פחות מכ-4% במדד אגרות החוב הממשלתיות. השחיקה במרווחי הסיכון משתקפת גם בגרף מספר 1, בשיעור העלייה הגבוה של מדד האג"ח הקונצרני.



היקף ההנפקות - זינוק בסכומי הגיוס

- במהלך 2013 הסתכם גיוס ההון באמצעות אג"ח בסכום של כ- 35 מיליארד ₪, עלייה קלה בהשוואה להיקף ההנפקות בשנה הקודמת. כאשר בוחנים את היקף ההנפקות בניכוי מוסדות פיננסיים, נתוני 2013, כ- 28 מיליארד ₪, מצביעים על עלייה חדה של כ-35% לעומת שנת 2012. גם מבחינת מספר החברות שהנפיקו אג"ח נרשם גידול: במהלך 2013 למעלה מ- 100 חברות הנפיקו אג"ח, בהשוואה לכ- 75 חברות ב-2012, ו- 90 חברות בשנת 2011.

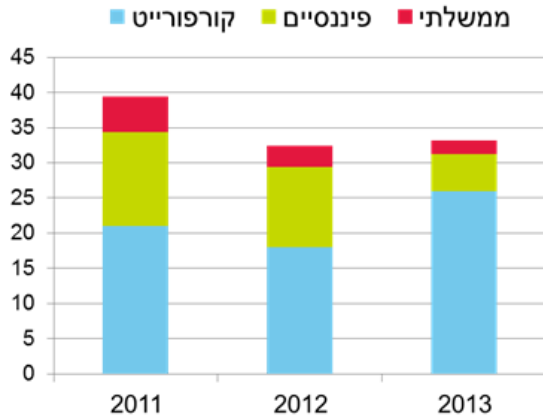
- רמת הריבית ומרווחי הסיכון הנמוכים באופן היסטורי, השוררים בשוק בשנה האחרונה, הנזילות הגבוהה של השחקנים בשוק, יחד עם העדר אלטרנטיבות השקעה, מהווים גורמי תמיכה במגמת הגידול בהיקף הנפקות האג"ח. ראוי לציין כי שווי הנכסים של קרנות אג"ח חברות עלה במהלך השנה בכ-50%, כאשר שווי הנכסים בקרנות אג"ח (כללי), הכוללות מרכיב משמעותי של אג"ח קונצרני, אף הוכפל. הגידול המשמעותי בהיקפי הגיוס של הקרנות היה אחד הגורמים לגידול בביקוש להנפקות האג"ח החדשות ב- 2013. חברות רבות ניצלו את תנאי השוק והריבית הנמוכה השנה, בעיקר לשם מיחזור חוב, ובמיעוט המקרים, לטובת מימון פעילויות חדשות, מגמה העולה בקנה אחד עם הירידה בהיקף ההשקעות במשק.

- במקביל לפעילות הערה בשוק האג"ח, סביבת המרווחים הסיטה את ההשקעות גם לאפיק המנייתי והפעילות בשוק המניות התאפיינה בצמיחה. סך הגיוס באמצעות מניות והמירים מתחילת 2013 עלה והסתכם בכ- 6.3 מיליארדי ₪, עלייה של כ- 60% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. מספר חברות חדשות הצטרפו לבורסה ואנו מעריכים שמגמת הצמיחה בהיקף הנפקת המניות תימשך. עם זאת, היקף ההנפקות בשוק המניות עדיין שולי ביחס לגיוס הון באמצעות אג"ח. (ראה גרף 2).

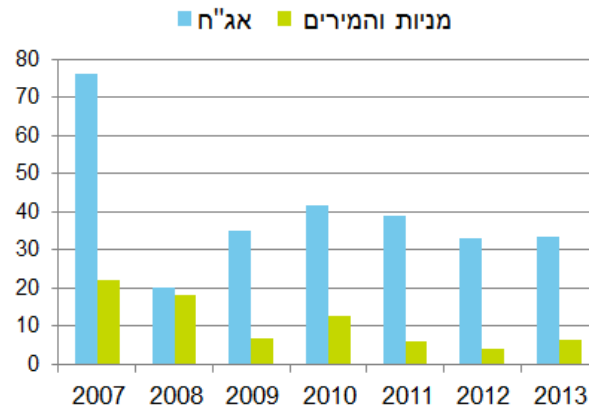
- עוד ראוי לציין כי בחודשים האחרונים אנו עדים להנפקות לא מעטות של חברות בדרגים נמוכים, עם רמת בטחונות חלשה, אם בכלל, ובריביות נמוכות באופן יחסי. בעת בחינת דו"חות הצעת המדף של חלק מהחברות שהנפיקו לאחרונה, הכוללים את רשימת המשקיעים המסווגים עימם התקשרה המנפיקה במסגרת ההתקשרות המוקדמת בתהליך גיוס האג"ח, עולה כי במקרים רבים הרשימה כוללת בעיקר קרנות נאמנות ומשקיעים כשירים. במיעוט המקרים ישנן הזמנות של קופות הגמל, חברות ביטוח ומנהלי קרנות הפנסיה. תופעה זו עולה בקנה אחד עם נתוני הרכב תיק ההשקעות של המוסדיים (ביטוח, גמל, פנסיה), לפיהם המוסדיים הקטינו את החזקותיהם באג"ח קונצרני מ-17.8% מתיק הנכסים שלהם בסוף 2012 ל- 16.9% באוקטובר 2013.

- במבט ל- 2014 רמת הריבית ומרווחי הסיכון הנמוכים באופן היסטורי, והיעדר חלופות השקעה, ימשיכו לעודד את הנפקות האג"ח. במקביל, סביבת המרווחים תסיט את ההשקעות גם לאפיק המנייתי והפעילות בשוק האקוויטי, להערכתנו, תלך ותגבר. ראוי לציין כי גורמים שעשויים למתן את השפעת הריבית והמרווחים על המשך גיוסי אג"ח הינם המגמה הניכרת כיום בקרב החברות לפעול להפחתת היקף המינוף, ולפירעון חוב באמצעות תזרימי מזומנים וביצוע מימוש נכסים על חשבון מיחזור חוב. גורמים נוספים שלהם השפעה שלילית על הפעילות בשוק האג"ח הינם אי הודאות ברמה הגלובאלית והמקומית לנוכח שיעורי צמיחה מתונים והפעילות הגוברת בתחום ההלוואות הפרטיות.

גרף 3: התפלגות גיוס באג"ח בחלוקה: קורפרייט, ממשלתי, פיננסיים (מיליארדי ש"ח)



גרף 2: התפלגות גיוס באג"ח ובמניות והמירים לפי שנים (מיליארדי ש"ח)



המשך גידול בהיקף ההלוואות הפרטיות, הניתנות ע"י הגופים המוסדיים למגזר העסקי

יישום כללי חודק ותנאי השוק הובילו למגמה ברורה של גידול בהיקף ההלוואות הניתנות על ידי גופי הפנסיה, חברות הביטוח וקופות הגמל לחברות באופן ישיר (הלוואות לא סחירות). נכון לסוף נובמבר 2013, יתרת ההלוואות הפרטיות מסתכמת בכ-40 מיליארד ש"ח, עליה של כ-27% בהשוואה לסוף 2012 ופי 2.7 ב-3 השנים האחרונות. (ראה לוח 1). לאור המקום המרכזי שתופסות ההלוואות הפרטיות ושיעורי הצמיחה הגבוהים, מונתה השנה ועדת גולדשמיט לשם הסדרת הפעילות הנ"ל על ידי הגופים המוסדיים. לאחר הגשת דו"ח ביניים הוועדה צפויה לפרסם את ההמלצות הסופיות בהקדם.

האומדן לחלקן של ההלוואות הפרטיות מסך הגיוס החוץ בנקאי (בנטרול מוסדות פיננסיים) מגיע לכ-27%. מבחינת נתוני הרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים, כאמור לעיל, עולה התחלופה בין ההלוואות הפרטיות לרכישת אג"ח סחיר. בהעדר נתונים על איכות ההלוואות והביטחונות, הניתנים במסגרת ההלוואות הפרטיות, לא ניתן להשוות בין שני סוגי המימון לחברות או לבדוק האם הביטחונות האיכותיים יותר ניתנים במסגרת ההלוואות הפרטיות והאג"ח לציבור מונפק עם התניות פיננסיות בלבד או בטחונות באיכות נמוכה יותר. יש לקוות שיישום המלצות ועדת גולדשמיט יתרום לשקיפות גדולה יותר ויאפשר לבחון את הנושא. בשלב זה, ניתן לציין כי ההלוואות הפרטיות מהוות במידה מסוימת תחליף לחוב הסחיר ולגידול בהיקף ההלוואות יש השפעה שלילית על הפעילות בשוק האג"ח הסחיר, הן מבחינת ההיקף ויתכן שגם מבחינת האיכות.

בהעדר נתונים אגרגטיביים מפורטים על היקף ההלוואות הפרטיות, ביצענו אומדן באמצעות נתוני משרד האוצר ובנק ישראל, כמוצג בלוח 1.1.

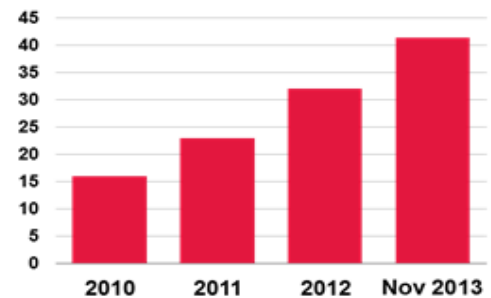
אופן חישוב האומדן: האומדן להיקף ההלוואות הפרטיות מתבסס על נתוני יתרת ההלוואות למגזר העסקי שניתנו ע"י המשקיעים המוסדיים בסוף כל תקופה, בניכוי היתרה לסוף השנה הקודמת. הנתונים המספריים מציגים את סך ההלוואות נטו (בניכוי החזרים) שבוצעו במהלך התקופה, ולפיכך הם מייצגים, כמובן, אומדן חסר להיקף ההלוואות ברוטו לחברות. (עוד יצוין, כי בהעדר פרטים בדיווח על פרטי ההלוואות, יתכן ונתוני מצבת ההלוואות כוללים גם הלוואות של המוסדיים למשקי בית, בשונה מחברות, אותן היה עלינו לקזז מהאומדן הנ"ל). הנתונים מתבססים על נתוני בנק ישראל ומשרד האוצר.

לוח 1: נתוני ההלוואות הפרטיות וגיויסי קורפורייט (מיליארד ₪)

2010	2011	*2012	Jan-Nov 2013	
23.6	25.7	22.0	26.0	גיוס באג"ח חברות (בניטרול סקטור הפיננסיים)
3.1	7.2	8.8	9.7	אומדן להיקף ההלוואות פרטיות
12%	22%	29%	27%	אומדן לאחוז ההלוואות הפרטיות מהגיוס החוץ בנקאי בניטרול סקטור הפיננסיים**

* היקף גיוס אג"ח קורפורייט בשנת 2012 אינו כולל הנפקת חברת חשמל בערבות ממשלתית

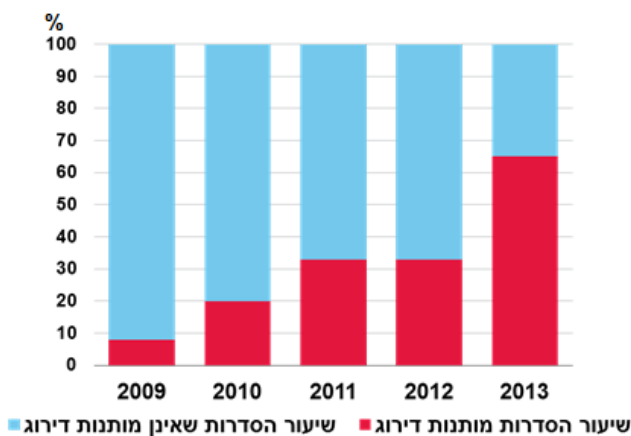
גרף 4: התפלגות יתרת ההלוואות הפרטיות למגזר העסקי (מיליארד ש"ח)



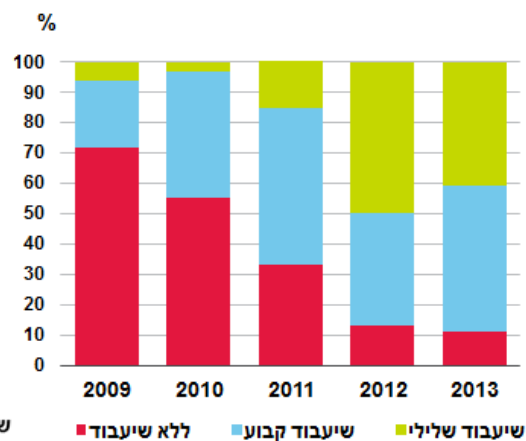
ביטחונות ושעבודים - שיפור במספר ההנפקות המגובות בביטחונות, אך בעיקר באמצעות ביטחונות באיכות נמוכה יחסית

- אחד מהשינויים המרכזיים שהתווספו לשוק עם יישום "כללי חודק" הינו התייחסות לביטחונות והתניות פיננסיות. גרף 5 מציג את שיעור האג"ח המגובות בביטחונות, אשר הונפקו בשנים 2009-2013, מסך הסדרות החדשות שהונפקו בתקופה זו על ידי חברות שאינן מהסקטור הפיננסי (כזכור, כללי חודק אינם חלים בתקופה זו על הבנקים וחברות הביטוח). על פי הנתונים, החל משנת 2011 ניכר גידול משמעותי בשיעור הסדרות החדשות המגובות בביטחונות (כולל שעבוד שלילי), בהשוואה לנתונים בשנים 2009-2010, לפני כניסתם לתוקף של כללי חודק. כ-90% מהסדרות החדשות שהונפקו מתחילת 2013 מגובות בביטחונות או מלווים בשעבוד שלילי, בהשוואה לכ-28% בלבד בשנת 2009. עם זאת, חשוב לציין כי שעבוד שלילי אינו נתפס בעינינו כבטוחה, בעיקר בשל אופן מתן השעבוד הנ"ל בארץ (בגדר התחייבות חוזית שאינה נרשמת ברשם החברות) ולאור העובדה שאין כל מגבלה על הכנסת נושים חדשים תחת אותה מטרייה של נכסים.
- מבחינת איכות הביטחונות עולה כי כ-16% מהביטחונות שניתנו במסגרת הנפקת סדרות חדשות מתחילת 2013 מוגדרים על ידנו כדרג א' וכ-32% מוגדרים כדרג ב'. המשמעות היא שביותר ממחצית מהמקרים בהם ניתנו בטחונות ב-2013 היו אלה בטחונות שאנו מגדירים כדרג ב'. יתרה מזאת, העלייה בהיקף הסדרות המגובות בביטחונות מטריאליים בין 2012 ל-2013 (מ-37% ל-48%) נובעת כולה מגידול בסדרות המגובות בביטחונות מדרג ב', אשר אנו רואים בהם כבטחונות חלשים באופן יחסי.

גרף 6: שיעור סדרות האג"ח מותנות דירוג



גרף 5: שיעור סדרות האג"ח שהונפקו המגובות בביטחונות



- בנוסף, קיימת הבחנה בין הנפקות ללא בטחונות מהשנים 2009-2010, לבין הנפקות ללא בטחונות בשנים 2011-2013, כאשר בשנים האחרונות מרבית ההנפקות שאינן כוללות ביטחונות, כוללות התניות. להבנתנו, הגופים המוסדיים סבורים שהימצאותן של התניות איכותיות הנה נקודת חוזקה משמעותית היות והיא מאפשרת להם להעמיד לפירעון מידי את האג"ח עם זיהוי תהליך ההתדרדרות בחברה, ועל כן הם עשויים להסתפק בכך בלבד בחלק מהמקרים.
- גרף 6 מציג את **שיעור הסדרות המותנות דירוג**. מאז 2010 ניכרת עליה בשיעור זה וב-2013 שיעור הסדרות המותנות דרוג מגיע לכ-65%.
- הנתונים על גידול בשיעור ההנפקות המגובות בביטחונות עולים בקנה אחד עם הכוונה של חודק לשנות את מדיניות ניהול האשראי של הגופים המוסדיים בישראל. עם זאת, עולה השאלה האם הכוונה בעניין הביטחונות היתה לביטחונות שהינם חלשים יחסית (המוגדרים על ידנו כביטחונות דרג ב': שעבוד שני על נכסים, שעבוד שוטף על לקוחות ומלאי, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות). ראה לוח 2).
- בנוסף, בחודשים האחרונים ניכרת ירידה באיכות הביטחונות הניתנים על ידי החברות, במקביל להמשך הנפקות אג"ח במרווחים נמוכים ובדירוגים יחסית נמוכים, לרבות אג"ח לא מדורגות. נתונים אלה מחדדים את שאלת תמחור הסיכונים.

לוח 2: התפלגות מספר הסדרות החדשות שהונפו בשנים 2011-2013 לפי סוגי בטחונות

התפלגות מספר הסדרות החדשות שהונפקו במהלך 2011-2013 לפי סוגי ביטחונות					
ללא ביטחונות		מגובה בביטחונות*			
ללא שיעבוד	שיעבוד שלילי	סה"כ	ביטחונות מדרג ב'	ביטחונות מדרג א'	
11%	41%	48%	32%	16%	2013
13%	50%	37%	14%	23%	2012
33%	16%	52%	33%	19%	2011

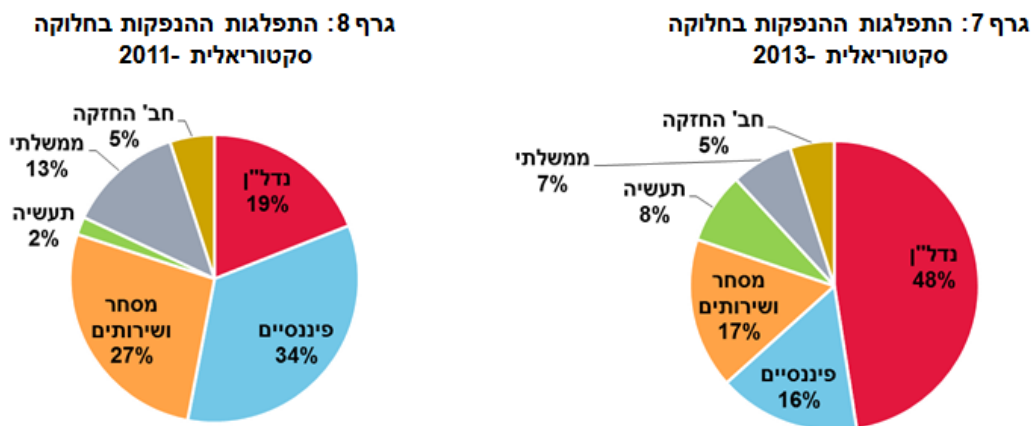
* ביטחונות דרג א': שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים, ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות. ביטחונות דרג ב': שעבוד שני על נכסים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות.

מבט סקטוריאלי – סקטור הנדל"ן המשיך להוביל את היקף ההנפקות

- הגידול בהיקף ההנפקות של חברות הנדל"ן והירידה החדה בהיקף ההנפקות של סקטור הפיננסיים מהווים את השינויים המשמעותיים בחתך הענפי בהשוואה ל-2012.
- סקטור הנדל"ן המשיך להוביל את גל ההנפקות ב-2013 וחלקו מסך הגיוס מתקרב לכ-50% בהשוואה לכ-35% ולכ-19% ב-2012 ו-2011, בהתאמה. מבחינת אופי הפעילות של חברות הנדל"ן שהנפיקו ב-2013 עולה כי חלה עלייה משמעותית בנגישות של סקטור הנדל"ן היזמי לשוק האג"ח. מספר חברות הנדל"ן היזמי אשר גייסו חוב השנה הכפיל את עצמו והיקף הסכומים שגויסו עלה ביותר מכ-40% בהשוואה לשנת 2012. עדיין, חברות הנדל"ן המניב

המשיכו לגייס את הסכומים הדומיננטיים וב-2013 אלה מהווים כ-80% מסך ההנפקות של חברות הנדל"ן. הגידול בגיוסי חוב של חברות נדל"ן יזמי הינו על רקע הסביבה הנוחה יחסית שמספק שוק ההון כיום לתחום הבינוי והנדל"ן, אשר מונע על ידי סביבת הריבית והמרווחים הנמוכים בחודשים האחרונים, לאחר הירידה המתמשכת במרווחי הסיכון בשנה האחרונה. היקף הגיוסים הגבוה של סקטור הנדל"ן מושפע גם מכך שהסקטור מציג צורכי מיחזור גבוהים במיוחד, לחלק מהחברות בענף דירוגים גבוהים יחסית וכן מהעובדה שלחלק מחברות הנדל"ן יכולת להציע בטחונות אטרקטיביים למשקיעים (בדמות שעבוד ישיר על הנכסים).

- חלקו של הסקטור הפיננסי, מסך ההנפקות מתחילת השנה עמד על כ- 16% בלבד, קיטון משמעותי לעומת כ- 34% במהלך כל אחת מהשנים 2012 ו- 2011. היקף ההנפקות של בנק מזרחי היווה מעל לכ-50% מהיקף ההנפקות של הסקטור הפיננסי. הבנקים ממעטים להנפיק מכשירי הון/ חוב בשל שינויים רגולטורים הממוקדים בהון ליבה וצמיחת אשראי נמוכה, אשר אינה מצריכה גיוס אינטנסיבי של מקורות מימון נוספים.
- היקף ההנפקות של חברות מתחום המסחר והשירותים גדל באופן משמעותי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. שווי ההנפקות ב-2013 הסתכם בכ- 6 מיליארד ש"ח (בהשוואה לכ- 2.5 מיליארד ש"ח ב-2012). נציין כי הגידול מיוחס ל-4 מנפיקות עיקריות - בזק, שלמה, שופרסל ואלבר) שהנפיקו בהיקפים של כ-1 מיליארד ש"ח ויותר כל אחת, המהווה כ- 75% מסך ההנפקות של הענף ב- 2013.
- חלקן של ההנפקות הממשלתיות ב-2013, אשר לרוב מנפיקות בהיקפים גבוהים יחסית, הסתכם בכ- 7% בהשוואה לכ- 10% ולכ- 13% בשנים 2012 ו-2011 בהתאמה.

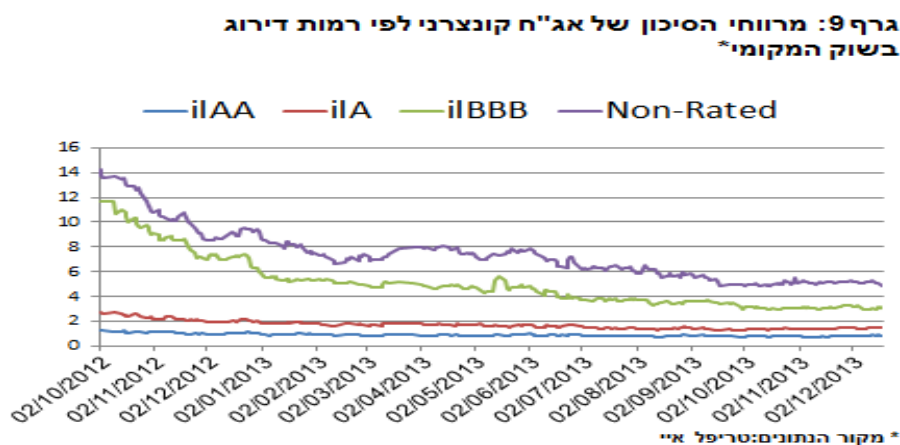


מרווחי הסיכון

- במהלך השנה האחרונה בלטה הירידה החדה במרווחי הסיכון באג"ח הקונצרני, שהחלה ברבעון האחרון של 2012. במיוחד בולטת ירידת המרווחים מכ- 14% לכ- 5% בחברות לא מדורגות, ומכ- 12% לכ- 3% בחברות המדורגות בקבוצת ה: iBBB. (ראה גרף 9)
- ברבעון האחרון של 2013 נרשמה יציבות מסוימת במרווחי הסיכון של איגרות החוב הקונצרניות, במיוחד בקרב קבוצת ה- iBBB ובחברות הלא מדורגות, בהשוואה לרמתם בחודשים הקודמים.
- במבט ל- 2014 אנו סבורים שמרווחי הסיכון חשופים לשינויים במדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים בעולם. בהינתן רמות המחירים הנוכחיות, שינוי מדיניות ויישום מדיניות מוניטרית מצמצמת עלולה להביא לפתיחה של המרווחים (ירידת

שערי האג"ח). החלטת ה-FED לצמצם את קצב רכישת האג"ח בארה"ב החל מ-2014 עשויה לאותת על תחילתו של שינוי מגמה בכיוון, גם אם לא בטווח הקרוב.

יצוין כי המגמות בשוקי החוב הגלובאליים זהים במידה רבה לאלו בישראל. הנכונות של משקיעים בעולם להלוות כספים לחברות המתאפיינות בפרופיל סיכון גבוה יחסית, הולכת ועולה בשל הצורך להשיג תשואה ובהעדר אלטרנטיבות השקעה. בשנת 2013 היוו הנפקות של אג"ח High Yields (בדרגה ספקולטיבית) בעולם כ-15% מסך הנפקות החוב בהשוואה ל-13.5% בשנת 2012 ו-12% בשנת 2011. מרווחי הסיכון נותרו נמוכים ויציבים יחסית.



איכות האשראי - ירידה באיכות האשראי

- בבחינת איכות האשראי על פי שווי הנפקות, ניתן לראות כי כ-85% מהיקף הנפקות ב-2013 דורגו בקבוצת ה-"ilA" ומעלה, ירידה בהשוואה לכ-94% בשנת 2012. הירידה הנ"ל מיוחסת בעיקר לירידה בהיקף הנפקות הבנקים, המאופיינות באיכות אשראי גבוהה יחסית.
- מבחינת מספר הנפקות ב-2013 עולה כי כ-63% ממספר הנפקות בוצעו על ידי חברות בקבוצת ה-"ilA" ומעלה, ירידה לעומת 79% בתקופה המקבילה אשתקד. השנה ניתן לראות עליה משמעותית במספר הנפקות של חברות המדורגות בקבוצת ה-ilBBB ומטה, כ-16% ממספר הנפקות לעומת 6% ב-2012. כמו כן, חלה עלייה גם בשיעור הנפקות הלא מדורגות, שהסתכם לכ-21%. ראוי לציין כי שיעור זה עדיין נמוך באופן משמעותי מהשיעור הגבוה של חברות לא מדורגות שהנפיקו טרום המשבר ב-2007 (40%), שה"כ כ-80 חברות). רמת המרווחים הנמוכה, הירידה באיכות הבטחונות והגידול במספר הנפקות הלא מדורגות או בדירוגים נמוכים, מעלים סימני אזהרה באשר לתמחור הסיכונים.

לוח 3: התפלגות היקף ומספר הנפקות לפי קבוצת דירוג

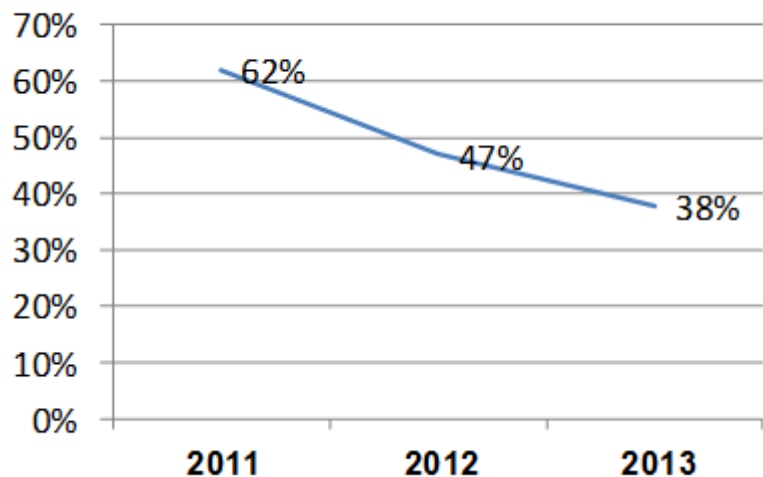
התפלגות מספר הנפקות לפי רמות דירוג		
	2013	2012
ilA ומעלה	63%	79%
ilBBB ומטה	16%	6%
לא מדורג	21%	15%

התפלגות היקף הנפקות לפי רמות דירוג		
	2013	2012
ilA ומעלה	85%	94%
ilBBB ומטה	9%	1%
לא מדורג	6%	5%

ירידה בריכוזיות בהנפקות אג"ח

- **עשרת המנפיקים הגדולים ריכזו השנה כ- 38% מסך היקף ההנפקות, ירידה בהשוואה לכ- 47% בשנה שעברה** ולכ- 60% ב- 2011. נציין כי **חמשת המנפיקים הגדולים** ריכזו כ- 24% מסך היקף ההנפקות. המנפיקים הבולטים מתחילת השנה במונחי היקף הנפקה, מתוך כ- 105 מנפיקים, היו בנק מזרחי טפחות (3 מיליארד ש"ח), בזק וגזית גלוב (1.3 מיליארד ש"ח כל אחת), התעשייה האווירית ו.ש. שלמה (1.2 מיליארד ש"ח כל אחת) והחברות: מליסרון, מקורות, שופרסל ונצבא, אשר הנפיקו כל אחת כ- 1 מיליארד ש"ח. נציין כי במהלך 2013 ההנפקות הגדולות בוצעו על ידי חברות מתחומי פעילות שונים: מסחר, תעשייה, נדל"ן, פיננסיים ונציגות מהסקטור הממשלתי, זאת לעומת שנת 2012, בה עיקר ההנפקות הגדולות היו של הסקטור הפיננסי.
- מספר ההנפקות הקטנות (עד סכום של 100 מיליון ₪) היה גבוה יחסית, כ- 30% (כ-30 חברות) מהחברות שהנפיקו ב-2013, ביצעו הנפקות בסכומים נמוכים מ- 100 מיליון ש"ח. זאת, בהשוואה לכ- 18% מסך החברות אשר הנפיקו (14 חברות) בהיקף מקסימלי של עד כ- 100 מיליון ש"ח, במהלך 2012.

גרף 10: הריכוזיות בשוק האג"ח- משקל 10 המנפיקים הגדולים



אפיקי ההצמדה וריביות:

- האפיק המוביל בהיקפי הגיוס הוא צמוד המדד, כאשר כ-80% הונפק באמצעות אג"ח צמודות למדד, בהשוואה לכ-87% שנה שעברה. יתכן והירידה בשיעור ההנפקות צמודות המדד משקפת את רצון המנפיקים לגוון את פרופיל החוב בעקבות החשש שיישום של מדיניות מוניטרית מרחיבה על ידי הבנקים המרכזיים במשך שנים רבות מגביר את הסיכון לעלייה בשיעור האינפלציה בטווח הארוך.
- מרבית הנפקות האג"ח הלא צמוד, הונפקו בריבית קבועה והסתכמו בכ- 5 מיליארד ₪ כאשר היקפי הנפקות של אג"ח לא צמוד בריבית משתנה, הסתכמו בכ- 0.7 מיליארד ₪ בלבד.
- לאור הצפי לעלייה בשיעור הריבית בעתיד אנו מעריכים כי ההעדפה של המשקיעים תהיה מוטה לאג"ח במח"מ קצר וכן תגבר ההעדפה לאג"ח בריבית משתנה.

השקעות המוסדיים בחו"ל

- במהלך 2013 נמשכה המגמה של גידול בהשקעות המוסדיים בחו"ל. שיעור ההשקעות בחו"ל מסך תיק הנכסים של המוסדיים המשיך לעלות והוא מסתכם באוקטובר 2013 בכ- 15.5% מהיקף הנכסים של המוסדיים בהשוואה, למשל, לפחות מ-7% ב- 2008. בין הגורמים שעודדו את המשקיעים להרחיב את הפעילות בחו"ל ניתן למנות את הצורך בפיזור סיכונים והשקעות והיקפו המצומצם יחסית של השוק המקומי.

- ראוי להדגיש, כי העובדה שמרבית כללי ועדת חודק אינם חלים על השקעות באג"ח בחו"ל תורמת להמשך הסטת כספים לשווקים בחו"ל.

הרחבות סדרה וסדרות חדשות - 80% מהסכום שגויס ב-2013 עומד ב"כללי חודק"

- כידוע, אנו מבחינים בין הנפקת אג"ח באמצעות סדרה חדשה ובין הרחבה של סדרות קיימות. אחת הסיבות להבחנה זו נובעת מהרצון לבדוק את שיעור הנפקות האג"ח העומד בכללי חודק. זאת כאשר אחת הסיבות המרכזיות להרחבת סדרות, שהונפקו טרום הכללים, היה הניסיון להימנע מעמידה ב"דרישות חודק", המחמירות יחסית. סיבות אחרות להרחבת סדרה הן שיקולים של לוחות זמנים (time to market), צמצום עלויות, הגדלת סדרות מטעמי סחירות וכיו"ב. לכן, על מנת לבחון את היקף ההנפקות "תואם חודק" בשנים 2012-2013 עלינו להבחין בין הרחבה של סדרות שהונפקו טרום חודק (אינן עומדות בדרישות) לבין הרחבה של סדרות שהונפקו לראשונה לאחר כניסת הכללים לתוקף, שלגביהן השיקול לגייס באמצעות הרחבת סדרה אינו קשור ל"עקיפת חודק".

- על פי הנתונים המוצגים בלוח 4, היקף הסכומים שגויסו באמצעות הרחבה של סדרות (לא כולל סדרות שהונפקו על ידי חברות מהסקטור הפיננסי) שהונפקו לראשונה לפני כניסת כללי חודק לתוקף ולכן אינן "חודקיות" ירד באופן חד מ-45% ב-2012 לכ-20% בלבד ב-2013. כלומר, **80% מהסכום שגויס ב-2013 עומד בכללים החדשים. (לעומת כ-55% בלבד אשתקד).**

לוח 4: התפלגות הרחבות סדרה וסדרות חדשות

2013	2012		
47%	35%	הנפקת סדרות חדשות	סדרות חדשות
33%	20%	מועד הנפקת הסדרה לאחר כניסת כללי חודק לתוקף	הרחבות של סדרות "תואמות חודק"
80%	55%		סה"כ סדרות "תואמות חודק"
20%	45%	מועד הנפקת הסדרה לפני כניסת כללי חודק לתוקף	הרחבות סדרה

במבט קדימה ל-2014

- רמת הריבית ומרווחי הסיכון הנמוכים באופן היסטורי, השוררים בשוק כבר תקופה ארוכה, לא צפויים, להערכתנו, להשתנות בטווח הקרוב. המרווחים הנמוכים בשילוב רמת הנזילות הגבוהה של השחקנים בשוק, ימשיכו לעודד את הנפקות האג"ח. במקביל, סביבת המרווחים תסיט את ההשקעות גם לאפיק המנייתי וגם הפעילות בשוק האקוויטי תצמח". על רקע המרווחים הנמוכים, הירידה באיכות הביטחונות בחודשים האחרונים של 2013 והעליה במספר ההנפקות של חברות לא מדורגות או בדורגים נמוכים ימשיכו להעלות סימני שאלה באשר לתמחור הסיכונים.

- באשר לחברות המדורגות על ידי S&P מעלות, אנו מזהים יציבות ואף שיפור מסוים בביצועים התפעוליים. כמו כן, חל שיפור בפרופיל הנזילות של חברות מדורגות רבות עקב הנגישות המוגברת למקורות מימון בעלות נמוכה ככלל, ולשוק האג"ח בפרט. הנתונים מאוששים את המגמות הנ"ל. שיעור החברות עם תחזית דירוג שלילית ירד מ-38% בסוף 2012 לכ-19% בסוף 2013. מעניין לציין שהמגמה החיובית מגיעה על רקע דשדוש בסביבה המאקרו כלכלית המקומית.

- אנו מזהים לא מעט חברות הנערכות לירידה ברמת הביקושים, וכתוצאה, לעליה ברמת התחרות, על ידי ביצוע קיצוצים בצד ההוצאות. חלק ניכר מהחברות אף מקבלות רוח גבית מירידה בהוצאות המימון עקב רמת המרווחים הרזה וסביבת

אינפלציה הנמוכה (1.9% ב-12 החודשים האחרונים). מגזר התעשיות הכבדות אף נהנה מחיסכון משמעותי בעלות מקורות האנרגיה עקב אספקת גז סדירה מפרויקט "תמר". מנגד, התיסוף המתמשך בשער השקל מול האירו (+3% בשנת 2013), אך בעיקר מול הדולר (+7%), מעיב ומקשה על היצואנים הישראליים, ומקזז חלק מההשפעה החיובית של העלייה בפעילות הכלכלית בארה"ב ובחלק ממדינות אירופה.

על אף היקפי הגיוסים המשמעותיים שנרשמו בשנת 2013, ניכרת ירידה מסוימת בחשיפה של המשקיעים המוסדיים לאג"ח קונצרני, כפי שעולה מהעובדה ששיעור ההשקעות באג"ח חברות מתיק הנכסים של המוסדיים ירד מכ- 17.8% בסוף 2012 ל- 16.9% באוקטובר 2013. מנגד, כספים רבים שגויסו על ידי תעשיית קרנות הנאמנות הגואה, וקרנות האג"ח הקונצרני בפרט, ספגו את ההיצע. הגידול בהיקף ההלוואות הפרטיות, כתחליף לרכישת אג"ח בשוק הסחיר, ימשך, להערכתנו, גם במבט קדימה והוא מצביע על שינוי מבני של שוק האשראי החוץ בנקאי, בהשוואה לפעילות טרום המשבר.

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 שבועדה, 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.