

ניתוח נתוני אג"ח קונצרני סחיר

דוח מיוחד | דצמבר 2009

1

מחברים:

פבל יופה, אנליסט בכיר
pavel@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דו"ח זה הינה לנתח את נתוני האג"ח הקונצרני הסחיר, שיתרתו במונחי ערך נקוב לחודש אוקטובר 2009 הסתכם בכ- 225 מיליארד ש"ח על פני כ-729 סדרות אג"ח. הנתונים מבוססים על מערכת מגמה ועיבודים של מידרוג. להלן דגשים עיקריים לגבי בסיס הנתונים ששימש בנייתו זה:

1. בסיס הנתונים מעודכן לחודש אוקטובר 2009.
2. בסיס הנתונים הינו במונחי ערך נקוב רשום למסחר ולא במונחי שווי שוק או פארי.
3. בסיס הנתונים כולל אג"ח קונצרני סחיר ואג"ח קונצרני שנסחר ברצף המוסדי. בסיס הנתונים אינו כולל אג"ח קונצרני שהונפק למשקיעים מוסדיים ולא נרשם ברצף המוסדי, לגביו אין נתונים פומביים.
4. בסיס הנתונים כולל אג"ח חברות בלבד (כולל אג"ח להמרה), ואינו כולל אג"ח מובנה ומכשירים פיננסיים.
5. לוחות הסילוקין המוצגים בדוח אינם כוללים ריבית והצמדה. כמו כן הלוחות אינם מתחשבים באג"ח שנרכשו ברכישה חוזרת על ידי חברות ולא נמחקו מהמסחר.
6. לוחות הסילוקין אינם כוללים סדרות המצויות בהסדר חוב.

סיכום עיקרי הממצאים

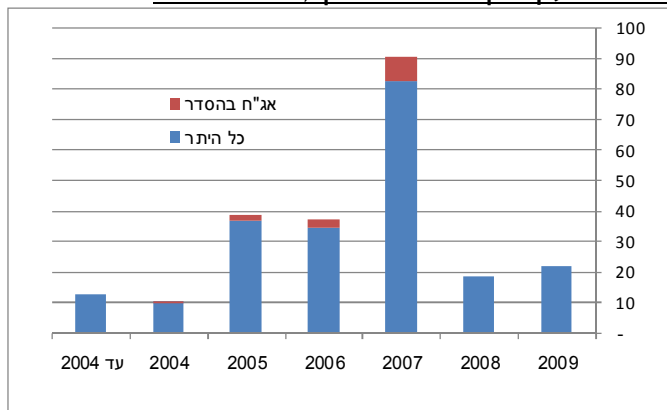
- בשנת 2009 נרשמה עלייה מסוימת בהיקף הגיוסים בהשוואה לשנת 2008. בחודשים ינואר-אוקטובר הונפקו אג"ח קונצרני בהיקף של כ-22 מיליארד ש"ח לעומת כ-19 מיליארד ש"ח בכל שנת 2008. הגיוסים נמשכו גם בחודשים נובמבר ודצמבר. המנפיקים השנה מאופיינים בפרופיל אשראי גבוה מהממוצע הכללי. בתוך כך, בולטת עלייה בחלקם של הבנקים ועלייה בחלקן של חברות האחזקה הגדולות במשק, לצד ירידה חדה בחלקן של חברות הנדל"ן.
- החוב במונחי ערך נקוב המיוחס לבנקים מהווה כ-34% מסך החוב אשר הונפק בשנת 2009 (עד אוקטובר) והמיוחס לחברות האחזקה מהווה כ-24% נוספים. הגידול בגיוסי הבנקים נבע, בין השאר, מהיערכותם לשיפור הלימות ההון, כחלק מדרישות בנק ישראל. הגידול בגיוסים של חברות האחזקה נבע משני גורמים עיקריים: הצטיידות במקורות נזילים המיועדים להשקעות ולמחזור חוב עתידי, גיוס בולט במיוחד היה מימון עסקת פרטנר. חברות האחזקה הבולטות בהנפקות 2009 הן קבוצת אידיבי (כ-43% מסך הגיוסים) וסקיילקס (כ-33%).
- חלקן של חברות הנדל"ן בגיוסי 2009 עמד על 9% בלבד לעומת חלקן היחסי בשיעור של כ-29% בסך האג"ח הקונצרני במונחי ערך נקוב. פרופיל מנפיקי הנדל"ן בשנת 2009 הינו סולידי יחסית, עם הטיה לנדל"ן מניב ו/או לנדל"ן בישראל. המנפיקות הגדולות השנה היו גזית גלוב ומליסרון.
- השנה החולפת, אשר עמדה בסימן המשבר הכלכלי העולמי, הובילה לעלייה בסיכון האשראי של מנפיקים מסוימים, ולגידול ניכר בהיקף החוב שבהסדר. כ-6% מאגרות החוב הקונצרניות במונחי ערך נקוב, בהיקף של כ-14 מיליארד ש"ח, מצוי בהליכים שונים של הסדר חוב. מרביתו הונפק על ידי חברות נדל"ן, כ-45% ממנו על ידי אפריקה ישראל השקעות.



- עומס פירעונות מצוי במגמת עלייה לקראת 2012 ומגיע לשיאו בשנים 2013-2014. ענף הנדל"ן בולט בעומס הפירעונות בשנים הקרובות - עד תום 2013 עומדים לפירעון כ-51% מהערך הנקוב בענף.
- בשנת 2009 חלה עלייה ברמת הריכוזיות של המנפיקים בענף חברות האחזקה. שלוש חברות האחזקה הגדולות מרכזות כ-66% מסך הערך הנקוב של אגרות החוב הרשומות למסחר בענף חברות האחזקה, לעומת כ-60% בסוף שנת 2008. ביחד עם החברות הבנות המוחזקות על ידן, מרכזות אותן שלוש קבוצות כ-21% מסך האג"ח הקונצרני במונחי ערך הנקוב (בכל ענפי המשק). רמת הריכוזיות בענף הנדל"ן נמוכה יותר: שלוש הקבוצות הגדולות מחזיקות כשליש מהערך הנקוב.

עלייה מסוימת בהיקף הגיוסים בשנת 2009 לעומת 2008 תוך שינוי פרופיל המנפיקים

התפלגות הערך הנקוב לפי שנת הנפקה, במיליארדי ש"ח



סך הערך הנקוב של אגרות החוב הקונצרניות לאוקטובר 2009 הסתכם בכ-225 מיליארד ש"ח לעומת כ-211 מיליארד ש"ח לפני כשנה¹ - גידול של כ-6.7%. בשנת 2009 ועד אוקטובר, הונפקו כ-21.8 מיליארד ש"ח ערך נקוב לעומת כ-18.6 מיליארד ש"ח בכל שנת 2008. כ-40% מהערך הנקוב הונפק בשנת 2007. ניתוח פרופיל המנפיקים בשנת 2009 מצביע על שינוי בתמהיל הענפים ובתמהיל הדירוגים.

ההנפקות בשנת 2009 מאופיינות בדומיננטיות של חברות אחזקה ובנקים, בעיקר על רקע ירידה בחלקן של חברות הנדל"ן. עיקר ההנפקות בוצעו על ידי חברות המדורגות A1 ומעלה, ובהתאם חלה בשנת 2009 עלייה בשיעור ההנפקות שדורגו A1 ומעלה בהשוואה לחלקה היחסי של קבוצה זו בסך השווי במונחי ערך נקוב. בשנת 2009 ניכרת עלייה בהיקף הסדרה הממוצעת שהונפקה במונחי ערך נקוב: הסדרה הממוצעת בשנת 2009 הסתכמה בכ-410 מיליון ש"ח לעומת ממוצע של כ-324 מיליון ש"ח בכלל הסדרות המונפקות - גידול של כ-27%. הגידול בהיקף ההנפקה הממוצע נבע מגידול בחלקם של הבנקים בהנפקות בשנה זו.

כ-6% מהאג"ח הקונצרני מצוי בהסדרי חוב - כמחצית מכך מיוחס לשיני מנפיקים עיקריים

כ-13.8 מיליארד ש"ח ערך נקוב (כ-6.0%) מצויים בשלבים שונים של הסדר חוב או לקראתו. מכך, כ-6.3 מיליארד ש"ח הינם אג"ח שהונפקו על ידי אפריקה ישראל השקעות וכ-1.3 מיליון ש"ח אג"ח שהונפקו על ידי צים. היתר מפוזר יחסית בין מנפיקים שונים. הרוב המכריע של החוב שבהסדר (כ-77%) גוים על ידי מנפיקים בענף הנדל"ן. ענף בולט נוסף בהסדר הן חברות אחזקה (10%).

¹ ראה גם דו"ח מיוחד על ניתוח אג"ח קונצרני מחדש דצמבר 2008 באתר מידרוג: www.midroog.co.il

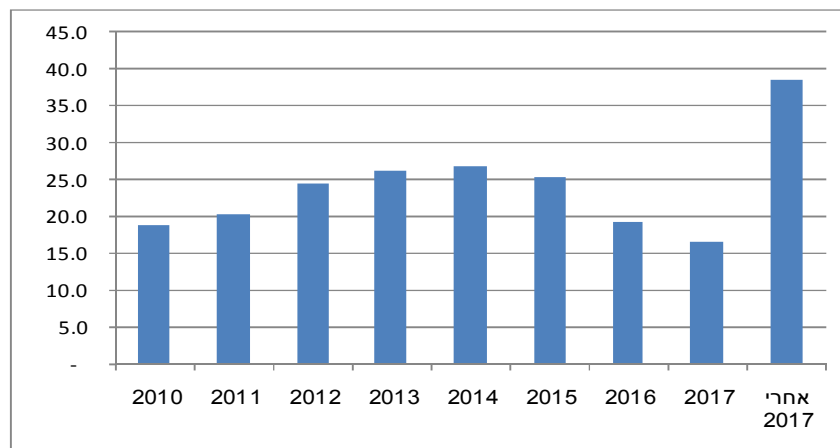
מרבית האג"ח הקונצרני הסחיר מדורג על ידי חברות הדירוג בישראל

כ-92% מסך הערך הנקוב (או כ-66% מהסדרות) מדורג על ידי אחת משתי חברות הדירוג בישראל, או על ידי שתיהן. כ-8% (כ-34% מהסדרות) אינו מדורג. הפער בשיעור החוב המדורג במונחי ערך נקוב ובמונחי מספר סדרות נובע מכך שהיקף ממוצע של סדרה מדורגת גבוה מזה של סדרה לא מדורגת.

עומס הפירעונות מגיע לשיאו בשנים 2013-2014

החל משנת 2010 מתגבר עומס הפירעונות והוא מגיע לשיאו בשנים 2013-2014 - בסכום של 26-27 מיליארד ש"ח לשנה. עד תום שנת 2014 עומדת לפרעון כ-54% מיתרת הערך הנקוב. יש להדגיש כי הנתונים על פריסת האג"ח הינם במונחי ערך נקוב ואינם כוללים הצמדה וריבית. בנוסף, הנתונים על לוחות הסילוקין בדוח זה אינם כוללים סדרות העומדות בפני הסדר חוב.

לוח סילוקין לפירעון הקרן (במונחי ערך נקוב, ללא סדרות בהסדר חוב), אוקטובר 2009 במיליארדי ש"ח



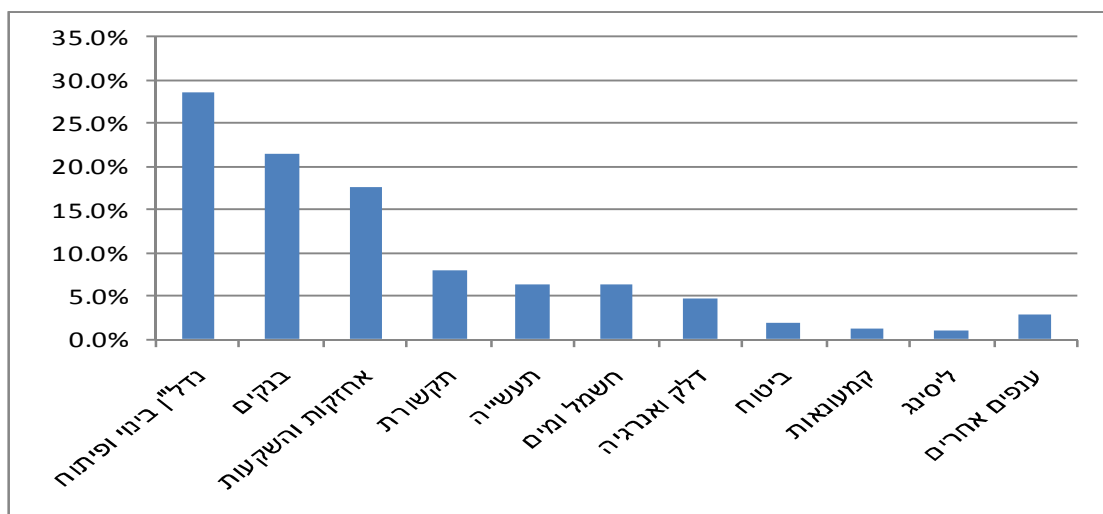
התפלגות ענפית

עלייה בחלקן של חברות האחזקה על חשבון ענף הנדל"ן

שלושת ענפי המשק הבולטים בקרב מנפיקי אגרות החוב הינם, כצפוי, חברות הנדל"ן, הבנקים וחברות האחזקה. בפער ניכר אחריהם מצויים יתר הענפים, ובראשם תקשורת, תעשייה, חשמל ומים.

כ-64.4 מיליארד ש"ח ערך נקוב (כ-28.6% מסך הערך הנקוב) מיוחס למנפיקים בענף הנדל"ן, פיתוח ובינוי. ענף המשק השני בגודלו הינו הבנקים האחראים לכ-48.3 מיליארד ש"ח ערך נקוב (כ-21.4%). הקבוצה השלישית היא חברות האחזקה עם כ-40.6 מיליארד ש"ח ערך נקוב (כ-18.0%). בהשוואה להתפלגות בסוף שנת 2008, ניכר כי חלקו של ענף הנדל"ן ירד מ-30.6% ל-28.6% ואילו חלקן של חברות האחזקה עלה מ-15.4% ל-18.0%. חלקם של הבנקים עלה מ-20.6% ל-21.4%. היקף הגיוסים הנמוכים יחסית של ענף הנדל"ן בשנת 2009 (כ-9% מסך הערך הנקוב שהונפק עד אוקטובר 2009) דילל את חלקו של הענף בסך הערך הנקוב. העלייה בחלקן של חברות האחזקה נבעה מגיוסים במהלך 2009 של חברות אחזקה דומיננטיות במשק וכן מהשלכת המיסון של העסקה לרכישת פרטנר.

התפלגות הערך הנקוב לפי ענפים עיקריים, אוקטובר 2009, באחוזים

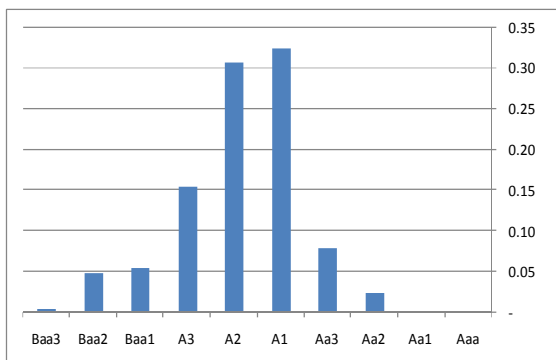


ענף הנדל"ן

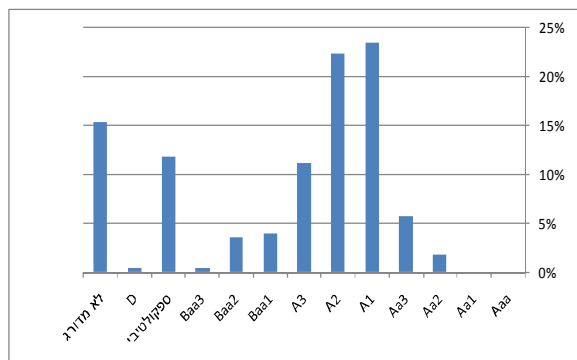
כ-16% מהערך הנקוב בענף הנדל"ן מצוי לקראת הסדר חוב

כאמור, ענף הנדל"ן מרכז כ-28.6% מסך הערך הנקוב לחודש אוקטובר 2009, בסך של כ-64.4 מיליארד ש"ח. מכך, כ-10.6 מיליארד ש"ח (כ-16.5%) מצוי בשלבי הסדר שונים, כ-60% מכך אג"ח של אפריקה ישראל השקעות והיתר חברות שונות. בשנת 2009 לבדה (עד חודש אוקטובר) הונפק על ידי ענף הנדל"ן כ-2.1 מיליארד ש"ח ערך נקוב - כ-9% מסך ההנפקות בתקופה זו. המשותף להנפקות בתקופה זו היה חברות גדולות, בעלות הטיה למשק הישראלי ו/או לנדל"ן מניב. המגייסות העיקריות בתקופה זו היו גזית גלוב ומליסרון. כ-85% מהערך הנקוב של ענף הנדל"ן מדורג על ידי אחת מחברות הדירוג בישראל או שתיהן. מתוך הערך הנקוב המדורג, כ-86% מדורג בדרגת השקעה (קבוצת Baa ומעלה) והיתר ברמת השקעה ספקולטיבית.

ענף הנדל"ן - התפלגות הערך הנקוב לפי דירוג - אג"ח מדורג בלבד וללא אג"ח בהסדר



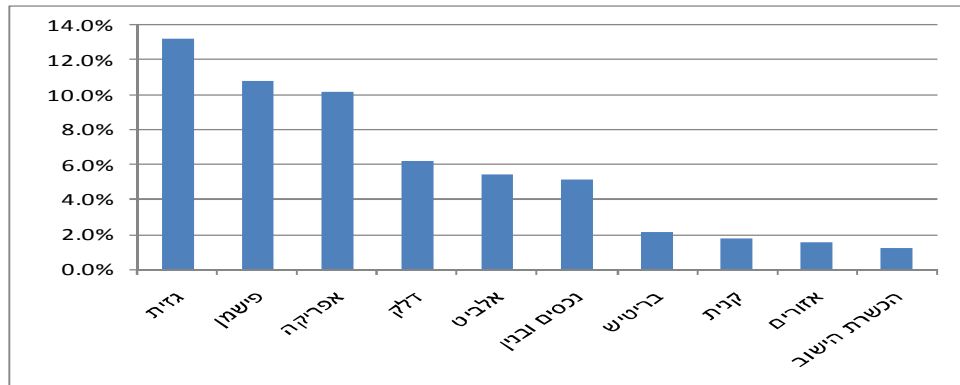
ענף הנדל"ן - התפלגות הערך הנקוב לפי דירוג - כולל אג"ח לא מדורג וכולל אג"ח בהסדר



שלושת המנפיקים הגדולים מרכזים כשליש ההתחייבויות של ענף הנדל"ן

שלושת המנפיקים הגדולים בענף הנדל"ן כוללים את קבוצת גזית וחברות בשליטתה, קבוצת פישמן וחברות בשליטתה וקבוצת אפריקה וחברות בשליטתה. שלוש קבוצות אלו מרכזות כ-34% מסך הערך הנקוב בענף הנדל"ן. אחרים בפער ניכר עומדות קבוצת דלק וחברות בשליטתה (6.1%), קבוצת אלביט הדמיה וחברות בשליטתה (5.4%) וקבוצת נכסים ובנין וחברות בשליטתה (5.1%). שש הקבוצות הגדולות מרכזות כ-50% מהערך הנקוב בענף. נטרול אגרות החוב, אשר הונפקו ע"י אפריקה ישראל השקעות, לא משנה את מפת הריכוזיות - 33% לשלושת הגדולים ו-45% לחמשת הגדולים.

ענף הנדל"ן - התפלגות הערך הנקוב לפי קבוצות מנפיקים*

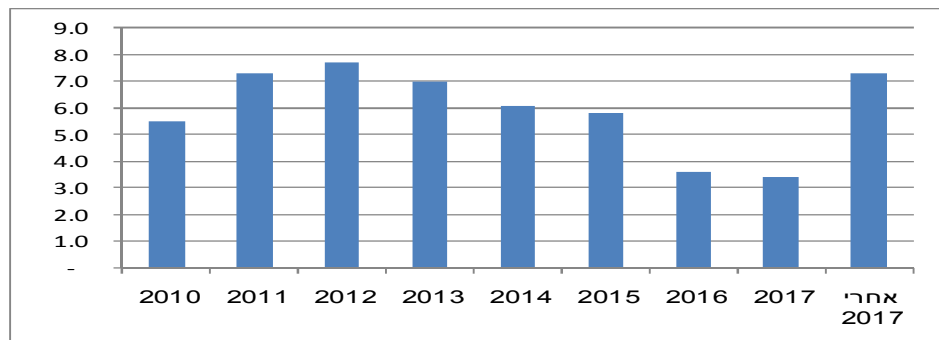


* הנתונים בגרף מתייחסים לקבוצות חברות. למשל, נתוני "גזית" כוללים ערך נקוב של שלוש חברות: גזית גלוב, גזית אינק וגזית ישראל. נתוני "פישמן" כוללים את מבני תעשייה, כלכלית לירושלים, דרבן ומירלנד. נתוני אפריקה כוללים את אפריקה השקעות ואת אפריקה מגורים, וכן הלאה.

עומס פירעונות גבוה לענף הנדל"ן בשנים הקרובות

עד תום שנת 2013 מתוכננים להיפרע כ-50% מהערך הנקוב הרשום למסחר בענף הנדל"ן. עומס הפירעונות בענף הנדל"ן גבוה יותר בשנים הקרובות מאשר בכלל הענפים. הפער נובע בין השאר בשל מח"מ קצר יחסית בענף הנדל"ן בהשוואה למח"מ של הבנקים וחברות האחזקה.

ענף הנדל"ן - לוח סילוקין לפירעון קרן (במונחי ערך נקוב ללא סדרות בהסדר חוב), אוקטובר 2009, במיליארדי ש"ח

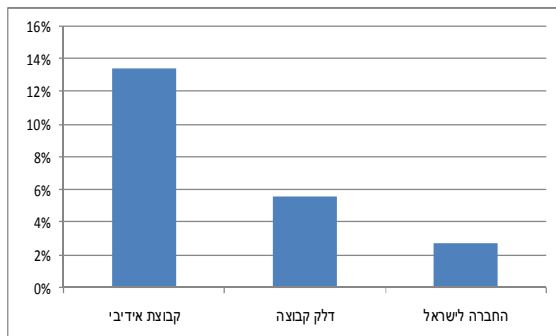


חברות אחזקה

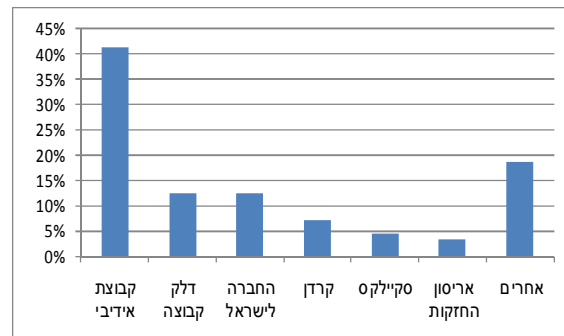
ריכוזיות גבוהה - הקבוצה הגדולה מרכזת מעל 40% מהערך הנקוב וחמש הגדולות מרכזות כ-80%

ענף חברות האחזקה מרכז כ-18.0% מסך הערך הנקוב לחודש אוקטובר 2009, בסך של כ-40.6 מיליארד ש"ח. בשנת 2009 לבדה (עד חודש אוקטובר) הונפקו על ידי חברות אחזקה כ-5.4 מיליארד ש"ח ערך נקוב - כ-25% מסך ההנפקות הסחירות בתקופה זו, ובעיקר על ידי שלוש קבוצות: קבוצת אידיבי (דסק"ש ונור), סקיילקס וקבוצת דלק. ענף האחזקות ריכוזי מאוד בשוק ההון הישראלי. שלושת המנפיקים הגדולים מבין חברות האחזקה הם קבוצת אידיבי, קבוצת דלק והחברה לישראל. מנפיקים אלו מרכזים כ-66% מהערך הנקוב המיוחס לענף חברות האחזקה. חלקם בסך הערך הנקוב (בכלל הענפים), כולל ערך נקוב שהונפק על ידי חברות בנות (למשל, שופרסל וסלקום מקבוצת אידיבי, דלק ישראל מקבוצת דלק וצים מקבוצת החברה לישראל), הינו כ-21%. הקבוצה הדומיננטית הינה אידיבי המחזיקה כ-42% מסך הערך הנקוב שהונפק על ידי חברות אחזקה וכ-13% מכלל הערך הנקוב (הנתון האחרון - כולל כאמור גם חוב שהונפק על ידי חברות בנות). כ-93% מהערך הנקוב בענף האחזקה מדורג, רובו המכריע בדירוגים A3 ו-A1. הדומיננטיות של דירוגים אלו בענף זה נובעת מפיזור נמוך של מנפיקים בענף.

חברות אחזקה: חלקן של הקבוצות הגדולות (כולל הון שהונפק על ידי חברות בנות) בסך הערך הנקוב



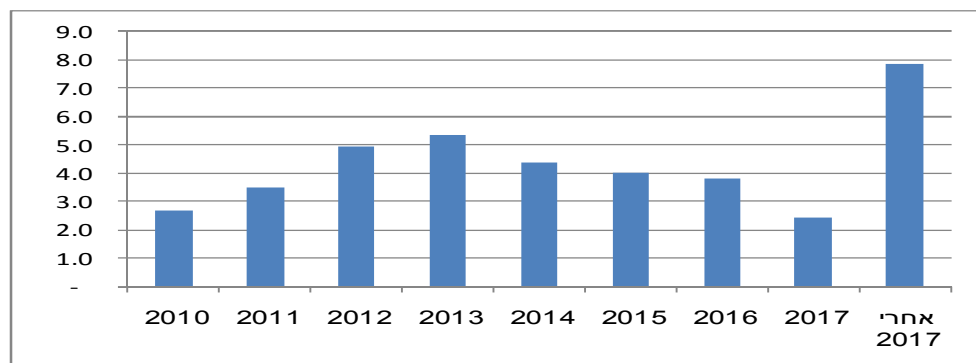
חברות אחזקה: התפלגות הערך הנקוב לפי מנפיקים גדולים (הנפקות שבוצעו על ידי חברות האחזקה בלבד)



עומס פירעונות בולט בשנים 2012-2013

בשנים 2012-2013 צפויות חברות האחזקה לפרוע כ-27% מסך הערך הנקוב שלהן.

חברות אחזקה - לוח סילוקין לפירעון קרן (ללא סדרות בהסדר חוב), אוקטובר 2009, במיליארדי ש"ח



פרופיל הסיכון הנמוך של הבנקים תמך בהמשך הגיוסים על ידם גם בתקופת המשבר

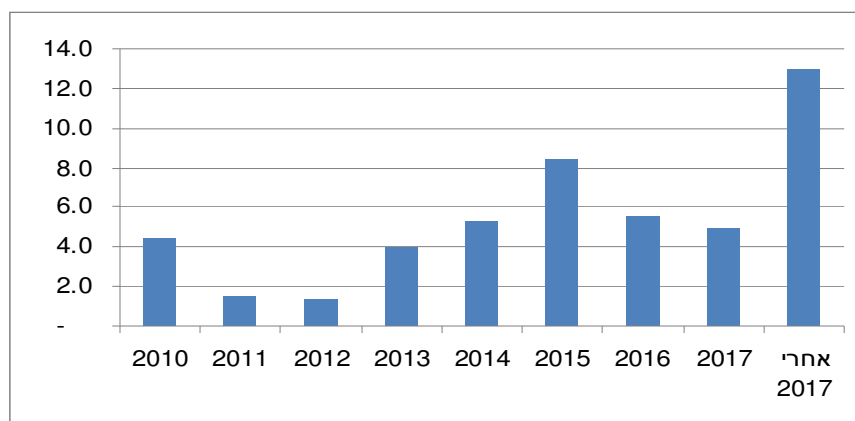
הבנקים מרכזים כ-21% מסך הערך הנקוב לאוקטובר 2009 בהיקף של כ-48.3 מיליארד ש"ח. מידת הריכוזיות בענף הבנקים גבוהה גם במונחי גיוס: שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל - פועלים ולאומי - אחראיות לכ-61% מסך הערך הנקוב שהונפק על ידי בנקים, וביחד עם קבוצת דיסקונט, מרכזות שלוש הקבוצות כ-76% מסך הערך הנקוב בענף.

עיקר ההנפקות כללו כתבי התחייבות נדחים המשמשים את הבנקים כהון משני לצורך הלימות ההון הנדרשת מהם. בשנה החולפת חל גידול מסויים בהיקף ההנפקות של הבנקים. עד חודש אוקטובר 2009 הנפיקו הבנקים כ-8.0 מיליארד ש"ח ערך נקוב, לעומת 7.0 מיליארד ש"ח בשנת 2008 כולה וכ-16 מיליארד ש"ח בשנת 2007. ענף הבנקים בלט בחלקו היחסי בהיקף ההנפקות בשנים 2008-2009, כ-35-40% מסך הערך הנקוב שהונפק בשנתיים אלו, וזאת על רקע הירידה בהנפקות של יתר הענפים. פרופיל הסיכון הנמוך של הבנקים וחשיפה נמוכה יחסית למשבר הכלכלי תרם להמשך ההנפקות בענף גם בתקופת ההאטה של שוק החוב החוץ בנקאי.

עומס פרעונות נמוך בשנים הקרובות - מתגבר לקראת 2015

מפת הפריסה של כתבי ההתחייבות שהונפקו על ידי הבנקים שונה מזו יתר אגרות החוב. כתבי ההתחייבות מאופיינים במח"מ ארוך יחסית, הנובע מדרישות ההכרה בהם כחלק מההון המשני. אם נוסיף על כך את הדומיננטיות של הבנקים בהנפקות בשנתיים האחרונות, הרי שפריסת פרעונות הקרן של כתבי ההתחייבות הנדחים הינה רחוקה יותר משל יתר אגרות החוב, ומגיעה לשיאה רק בשנת 2015.

בנקים - לוח סילוקין לפירעון קרן, (במונחי ערך נקוב), אוקטובר 2009, במיליארדי ש"ח

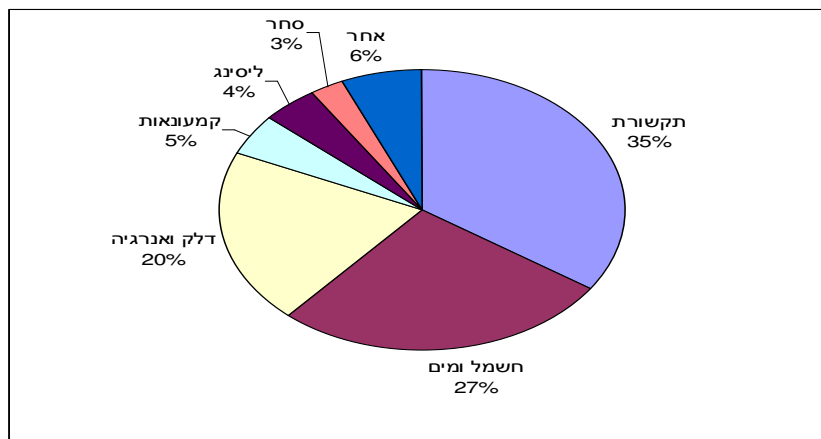


ענף מסחר ושירותים

תחום התקשורת מוביל את ענף המסחר והשירותים. תחום האנרגיה בלט בהנפקות 2009

ענף המסחר והשירותים היווה כ-23% מהערך הנקוב באוקטובר 2009, עלייה קלה בהשוואה לסוף שנת 2008 (20%). ענף המסחר והשירותים כולל מספר תתי ענפים עיקריים, הבולטים הינם: תקשורת, תשתיות (חשמל ומים), אנרגיה (זיקוק, דלקים וחיפוש נפט), קמעונאות, ליסינג וסחר. תחום התקשורת מרכז כ-34% מיתרת ההתייבויות במונחי ערך נקוב של ענף המסחר והשירותים וכ-8% מסך הערך הנקוב הכולל. תחום האנרגיה בלט בגיוסים בשנת 2009. כ-9% מסך הגיוסים עד אוקטובר, בעיקר נוכח הנפקות משמעותיות של פז נפט, דלק ישראל, דלק אנרגיה ודור אלון. מבין תתי הענפים הקטנים, בולטים ענפי הקמעונאות והליסינג המרכזים כ-4-5% מהערך הנקוב בענף המסחר והשירותים.

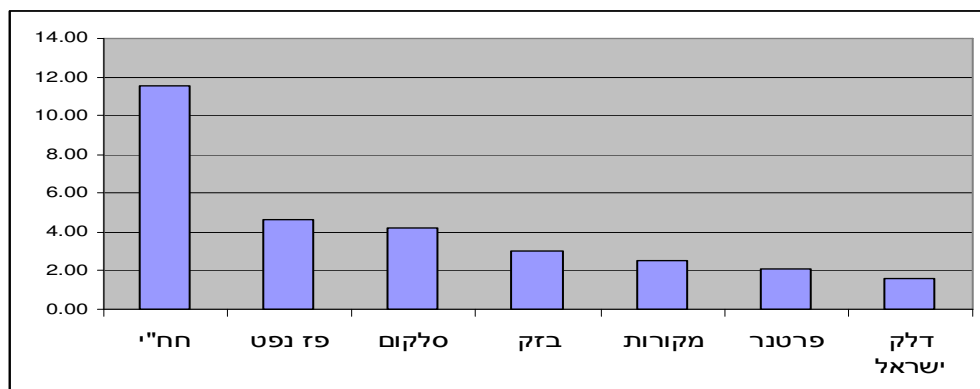
ענף מסחר ושירותים: התפלגות הערך הנקוב לפי תתי ענפים עיקריים, אוקטובר 2009, באחוזים



חברת חשמל מובילה ברשימת המנפיקים הגדולים בענף, המאופיין בפיזור סביר

המנפיק הבולט בענף המסחר והשירותים היא חברת החשמל עם כ-22% מהערך הנקוב הרשום למסחר. אחריה, בפער ניכר, ניצבות פז נפט ו-סלקום (עם 9% ו-8%, בהתאמה). בהשוואה לענפים בולטים אחרים, מאופיין הענף בפיזור יחסי, הן נוכח פיזור תת ענפי והן נוכח פיזור מנפיקים. פרופיל האשראי בענף הינו גבוה יחסית נוכח הדומיננטיות של ענפי התקשורת והתשתיות.

ענף מסחר ושירותים: התפלגות הערך הנקוב לפי מנפיקים עיקריים, אוקטובר 2009, במיליארדי ש"ח





דו"ח מספר: CSR011209000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

מידרוג איננה מחויבת ואיננה כבולה באמור במסמך זה, אשר נכתב כהנחיה כללית ואין באמור בו כדי להוות חלק מהמתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור במסמך ולשנות את עמדתה לגבי האמור בו בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור במסמך כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.