

# מגמות בשוקי הסחורות הבינלאומיות בראי סיכון האשראי של חברות תפעוליות

דוח מיוחד | יוני 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דיוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט

[KobiR@midroog.co.il](mailto:KobiR@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה

[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

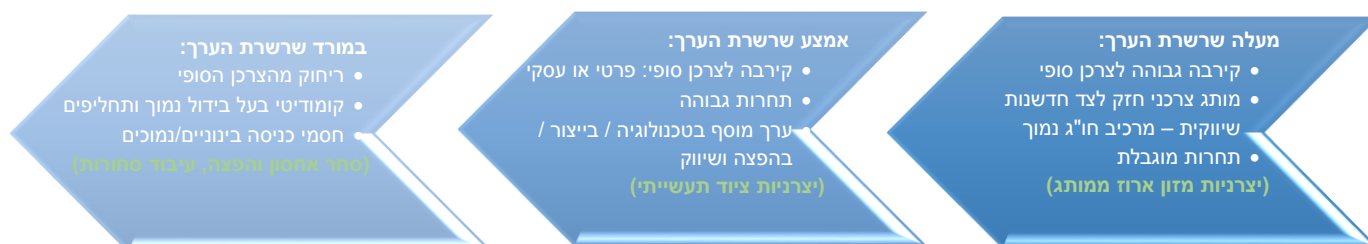
## רקע: שוק הסחורות (Commodities)

שוק הסחורות העולמי (Commodities) בו נסחרים מדי יום סחורות בשווי של מיליארדי דולרים מאופיין בתנודתיות רבה. תנודתיות זו נובעת ממגוון רחב של משתנים המשפיעים על הביקוש וההיצע לסחורות, שחלקם הגדול אקסוגניים לחברות, ובאופן כללי, חברות החשופות למחירי הסחורות העולמיות מתמודדות עם תנאי שוק תנודתיים יותר. מידת החשיפה של חברות תפעוליות למחירי הסחורות משתנה בהתאם למאפייני המוצרים שמייצרת או משווקת החברה, מידת הערך המוסף בייצור והסביבה העסקית הגוזרת את רמת התחרות, לחצי המחירים, והתמסורת בין מחירי חומרי הגלם לבין מחיר המוצר הסופי. עבור חברות הממוקמות גבוה בשרשרת הערך הכלכלית בענף, השפעת תנודתיות במחירי הגלם תהיה מתונה באופן יחסי, בתקופות של תנודתיות בשוק הסחורות ניתן יהיה לגלות יציבות ברווחים ובתזרימי מזומנים הניתנים לחיזוי של חברות אלה. חברות הממוקמות בתחתית שרשרת הערך יהיו חשופות מאוד לשינויים אקסוגניים הכוללים תנודות מחירי הסחורות.

בסקירה זו נדון במגמות העיקריות שאנו מזהים בשוק הסחורות הבינלאומי והקשר של מגמות אלו בבחינת דירוגים של חברות בתחום. בחינה ארוכת טווח של שוק הסחורות מעלה כי ישנם גורמים המשפיעים באופן רחבי על כלל שוק הסחורות כדוגמת:

- גידול דמוגרפי באוכלוסיות העולם ושיפור באיכות החיים במיוחד במדינות מתפתחות כגון סין והודו
- מחירי האנרגיה אשר המהווים נדבך משמעותי בייצור ושינוע של קומודיטיס
- משברים פיננסיים כפי שחוונו בשנת 2008, בשנים אלו עקב הירידה בשוק המניות ראינו מעבר של הון לשוק הסחורות אשר היווה למשקיעים רבים מעין אי של יציבות
- פיתוחים טכנולוגיים אשר מסייעים להגדיל תפוקה ולהוזיל עלויות הפקה של סחורות שונות
- תמורות גיאופוליטיות המשפיעות על שינויים במדיניות ההגנה של ממשלות על ייצור מקומי והסכמי סחר בינלאומיים
- סיכוני מטבע וגורמים ספקולטיביים אחרים
- אסונות טבע ופגעי אקלים

מגזרים המאופיינים בחשיפה גבוהה במיוחד למחירי קומודיטיס הינם תחום הפקה של סחורות (כגון חברות נפט וגז או חברות כרייה ומחצבים), סחר בחומרי גלם, עיבוד סחורות (כגון זיקוק נפט) וכן ייצור של חומרי גלם ומוצרים בסיסיים לתעשייה ולחקלאות. ההשפעות של מחירי הקומודיטיס על חברות תפעוליות החשופות להם במידה רבה ניכרת בפרמטרים שונים: היקף הייצור והיקף ההכנסות, מרווח הייצור, גובה צורכי ההון החוזר והיקף החוב הפיננסי הנגזר מכך. סיכון האשראי של חברות בעלות חשיפה גבוהה לסחורות מושפע ממידת התנודתיות של המחזור, המרווח ותזרימי המזומנים. גורמים מתני סיכון אצל חברות מסוג זה עשויים לכלול אינטגרציה אנכית לאורך שרשרת הערך כגורם ממתן תנודתיות, מנגנוני הצמדה המעוגנים בהתקשרויות עם הלקוחות או בחוזים ארוכי טווח, יתרונות יחסיים מסוימים בהפקה ובייצור המקנים לחברה מרווח גבוה במיוחד, מאזן נזיל יחסית ומימון קצר טווח וכן שמירה על גמישות פיננסית גבוהה בדמות מינוף מתון וכרית נזילות נוחה. תעשיות הנושאות הגנה אינהרנטית מפני השפעות חדות של מחירי סחורות הן אלו הכוללות ערך מוסף גבוה בייצור, הנובע ממותג חזק, ידע וטכנולוגיה ייחודיים. במקרים אלו מרכיב חומר הגלם ממילא נמוך יותר, הרווחיות גבוהה יותר והשפעה של תנודתיות חומרי הגלם עשויה להיות מתונה יותר.

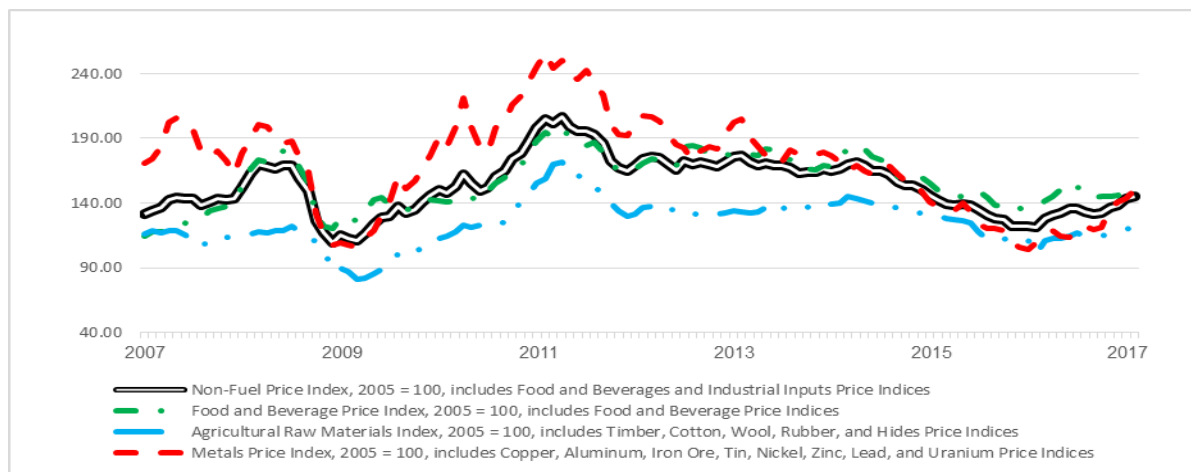


בסקירה זו נתמקד בשני שווקים עיקריים של קומודיטיס: סחורות חקלאיות ומתכות. תחום האנרגיה המהווה את שוק הקומודיטיס הגדול ביותר אינו נכלל במוקד סקירה זו.

## שוק הסחורות החקלאיות ושוק המתכות - מחזוריות כלכלית בפרספקטיבה של 10 שנים

- תחום החקלאות** - בתחום החקלאות נכללות סחורות מזון בולטות כגון חיטה, תירס, סוכר, גידולי בע"ח, קפה, קקאו וכו'. בעיקרן אלו סחורות חיוניות לקיומו של האדם. עקב חיוניותן מדינות רבות פועלות לשימור חלק נכבד מתפוקת המזון הנצרכת במדינה כתפוקה מקומית וזאת בעיקר לצורך השגת ביטחון תזונתי לתושבים ולהקטנת התלות ביבוא של מוצרי מזון בסיסיים. מדיניות זו נקבעת במקרים רבים תוך חוסר כדאיות כלכלית ביחס למחירי היבוא וזאת ע"י הטלת מכסים, מכסות יבוא ומתן סבסוד לחקלאים מקומיים. עם זאת, עקב תנאי אקלים שונים בין מדינה למדינה לא ניתן לגדל את כלל סוגי הגידולים בתחומה ולכן פעילות הסחר במזון מהווה נדבך משמעותי בפעילות הכלכלית של המשקים ברחבי העולם. ענף הסחורות החקלאיות מושפע בטווח הקצר מאסונות טבע ואירועי אקלים קיצוניים (בצורת, שיטפונות וכו') המשפיעים באופן מיידי על היצע הסחורות.
- תחום המתכות** - מקורן של סחורות המתכת הינו במרבצים הקיימים בקרקע ועל כן זהו משאב ריכוזי יחסית, בהתאם למשאבי הטבע הזמינים במדינות השונות, זאת בשונה מסחורות חקלאיות שניתנות להתאמה ושינוי. עם זאת חיוניותן של המתכות לאדם פחותה ביחס לסחורות מזון חקלאיות. המתכות מהוות חומרי גלם עיקרי בהקמה של תשתיות ומבנים, וככאלה הביקוש להן חשוף מאוד למחזוריות ההשקעות ההוניות ולשווקי ההון המממנים השקעות אלו. בנוסף, המתכות מהוות חומר גלם בסיסי לתעשיות רבות כגון תחבורה, מכונות ועוד. הביקוש לסחורות המתכת קשור באופן הדוק לעלייה ברמת החיים של האדם, בעיקר במדינות מתפתחות, כאשר סין מהווה מזה מספר שנים את גורם הביקוש העיקרי למתכות נוכח השקעות נרחבות בתשתיות ומבנים. ממשלת סין הכריזה בשנת 2008 על תוכנית תמריצים בסכום כולל של 586 מיליארד דולר אשר נפרסו על תקופה של שנתיים וכללו השקעה מסיבית בתשתיות, בין השאר הקמת מסילות רכבת מהירות. תוכנית התמריצים שהגיעה בעקבות המשבר הכלכלי הגלובאלי הביאה לעליה בתוצר המקומי הגולמי של סין ויצרה בשנים שלאחר מכן ביקושים גבוהים בשוק המתכות שהובילו לעליית מחירי המתכות. החלטות השפעת תוכנית התמריצים והאטה בכלכלה הסינית בשנים האחרונות הביאו להתמתנות בביקוש ובמחירי המתכות.

תרשים 1 - International Monetary Fund - מדד הסחורות שאינם אנרגיה 2007-2017 (פברואר 2017)



מקור: International Monetary Fund ועיבודי מידרוג

בתרשים 1 המציג את מדד מחירי הסחורות (שאינם אנרגיה) של IMF בין השנים 2007 ועד פברואר 2017 בחלוקה למדדים עיקריים המרכיבים אותו (סחורות מזון, סחורות חקלאיות לתעשייה ומתכות) ניתן לזהות מספר מגמות כפי שיפורט להלן: טרם המשבר הפיננסי בסוף 2007 ותחילת 2008 חלה עליה במחירי הסחורות; לאחר פרוץ המשבר והקיפאון של המערכת הפיננסית העולמית חלה ירידה חדה ברמת ההשקעות העולמית עקב אי הוודאות, אשר הובילה לירידת מחירים חדה במחירי הסחורות והמתכות; בסוף שנת 2008 ותחילת 2009, עם כניסתה לתוקף של תכנית התמריצים הסינית והרחבות המוניטריות שביצעו ממשלות ברחבי העולם גדלו היקפי ההשקעות בהתאמה, מה שהוביל לעלייה בביקוש למתכת ולעליית מחיר המתכות אשר נמשכה עד שנת 2012; החל משנת 2012 עם התפוגגות ההשפעה של תוכנית התמריצים הסינית וסביבת מחירי הנפט הגבוהים אשר העיבו על הפעילות הכללית והתחזקות הדולר, חלה האטה בביקוש למתכות והחלה שחיקה במחירי המתכות העולמיים עד לסוף שנת 2015 ותחילת

2016. החל משנת 2016 ניתן לראות את סיומו של המחזור השלילי והיפוך מגמה עם התאוששות מחירים אשר מקבלת ביטוי גם במהלך שנת 2017. להערכת מודייס עלייה זו קשורה לציפיות המשקיעים לתכנית תמריצים נוספת מסין אשר תכלול תקציבים מהותיים להשקעה בתשתיות של הממשל הסיני אשר נועדה להחזיר את המשק הסיני למסלול צמיחה. זאת בנוסף לבחירתו של דונלד טראמפ לנשיא אשר יצרה ציפייה אצל המשקיעים לגידול בהשקעות בתשתיות בשוק האמריקאי.

## שוק הסחורות בראי סיכון האשראי

מחירי הסחורות בשווקים הבינלאומיים הם בעלי השפעה רחבה מאוד - ישירה ועקיפה - על הכלכלה כולה. סוגים מסוימים של חברות בתחום הסחר והתעשייה, חשופות באופן ישיר וביתר שאת למחירי סחורות. מאפיינים אלו מהווים פרמטרים משמעותיים בנייתו האנליטי של סיכוני האשראי ובקביעת דירוג האשראי, בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית<sup>1</sup>. מחירי הסחורות אינם בשליטת החברות והם משפיעים על היקף הפעילות, הרווחיות וצורכי ההון החוזר שלהן. לסיכוני שוק גלובאליים, כגון שינויים תכופים בשערי חליפין ותנודתיות במחירי ובמרווחי הסחורות השפעה ניכרת על האיתנות הפיננסית של חברות החשופות לשוק הסחורות.

## הון עצמי ואיתנות אל מול שווי המלאי

**שווי המלאי:** פעמים רבות הנכס המרכזי של חברות סחר ועיבוד סחורות הינו המלאי המוצג במאזן, וממומן בדרך כלל בהון עצמי ובחוב פיננסי. מחד, זהו נכס נזיל יחסית, סחיר (פחות או יותר) ובדרך כלל מוחזק לטווחים קצרים של עד לשנה. מאידך, החשיפה למחירי הסחורות עלולה לגרום לתנודתיות גבוהה בשווי ובהתאם לכך גם בהון העצמי. כמו כן, במקרים מסוימים המלאי בעל אורך חיים מוגבל (כמו סחורות חקלאיות מסוימות או חומרי גלם כימיים) ולסיכון התנודתיות נוסף גם סיכון לאורך חיי המלאי. הסיכון המרכזי לשווי מלאי סחורות הינו חשיפה לירידת ערך המלאי כתוצאה מירידה חדה במחירי הסחורות. מובן הוא כי ככל שהמלאי משקף ימי מכירה ארוכים יותר, כך גדלה עוצמת החשיפה, ולהפך. ניהול חשיפת המלאי בחברות עתירות סחורות הינו חלק ממדיניות ניהול סיכונים, בכפוף לאילוצים תפעוליים, כגון דרישות עונתיות ומנימום מלאי תפעולי. אחזקת מלאי גבוה חושפת את החברה לרישום הפחתה חשבונאית במקרה של ירידה חדה בשווי הסחורות. הפחתה חשבונאית תפגע בכרית ההונית של החברה ועלולה להיות לה השפעה תזרימית עקיפה, ככל שיש בכך להוביל להפרה של התניות פיננסיות במסגרת הסכמי מימון.

## מרווח ורווחיות

**מחירי המכירה והמרווח הגולמי:** התייקרות מחירי הסחורות מובילה לגידול בעלות המכר, בטווח הקצר או הבינוני, כתלות בהיקף מלאי הסחורות שמחזיקה החברה. בהיעדר יכולת לגלגל את עליית המחיר למחיר המכירה, תיאלץ החברה לספוג את ההתייקרות ויהיה בכך להוביל לפגיעה במרווח וברווחיות. בענפים מסוימים, בדרך כלל כאשר הייצור עתיר חומר גלם, נהוג מנגנון של הצמדת מחירי המחירון להתייקרות הסחורה העיקרית. ביתר המקרים, היכולת של היצרן לגלגל את ההתייקרות למחיר המכירה תלויה במעמדו העסקי (ובמקרים מסוימים היצרן יעדיף להמתין להעלאת מחיר מצד השחקנים המובילים בענף), במידת התחרות בענף ובאסטרטגיית נתח השוק של היצרן. משך הזמן עד לגילום העלייה בחומר הגלם במחיר המכירה הסופי יכול שהיה קצר מאוד (נפוץ בסחורות אנרגיה ומתכות) ויכול שיארך זמן רב יותר, עקב תנאי תחרות ו/או קיומם של תחליפים והדבר יוביל לשחיקה ברווחיות הגולמית. גם ירידה חדה במחירי הסחורות עלולה לפגוע ברווחיות, בהיותה מנוף להפעלת לחץ על היצרנים להורדת מחירי המכירה, בפרט בענפים המאופיינים בתחרות חזקה ורגישות מחיר גבוהה מצד הלקוחות. בתנאי שוק של ירידה במחירי הסחורות, מתחרות שביכולתן לשחלף את המלאי במהירות, ידחפו את מחיר המוצר כלפי מטה ויגבירו את שחיקת הרווחיות עבור חברות בעלות ימי מלאי ארוכים במיוחד. במקרים לא רבים מבצעות חברות הגנות פיננסיות כנגד שינוי במחירי סחורות; השפעתן של הגנות אלו יכולה לסייע לחברה בעיקר בטווח הקצר ובמקרים מסוימים בטווח הבינוני, כאשר מעבר לתקופת ההגנה במידה ומחיר המכירה הסופי לא גילם את מלוא העלייה במחירי חומר הגלם תחול שחיקה ברווחיות הגולמית של החברה.

<sup>1</sup> דוח זה אינו מהווה דוח מתודולוגי ולא נועד להציג ולדון בשיקולים לדירוג של חברות מסוגים שונים. לדיון בשיקולים לדירוג בהתאם למתודולוגיות הדירוג השונות אנו מפנים לאתר מידרוג: <http://www.midroog.co.il>

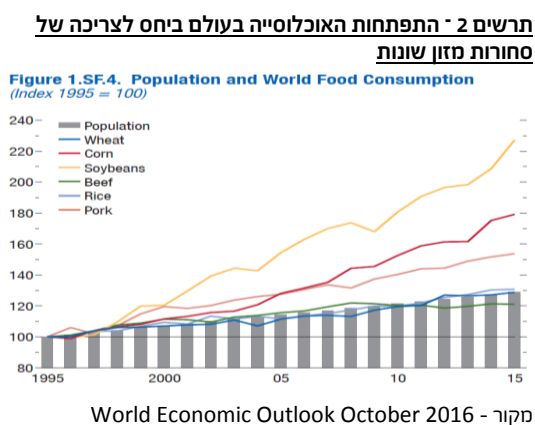
### צורכי הון חוזר, נזילות וחוב הפיננסי

חברות סחר, שיווק ויצרניות עתירות סחורות נושאות במאזן עודף נכסים תפעוליים הנובעים מהשקעה בהון חוזר, וזאת בשל אשראי ספקים קצר יחסית (שוטף / שוטף פלוס 30), לעומת אשראי לקוחות (בדרך כלל חברות יצרניות, סיטונאים ומפיצים) ארוך יחסית אשר עשוי לנוע בין 90 יום עד 120 יום ואף מעבר לכך. בנוסף, ככל שימי המלאי ארוכים יותר, נוסף נכס זה אף הוא לצורכי ההון החוזר. משמעות הדבר כי צמיחה במכירות דורשת מהחברה לרתק תזרים תפעולי בגובה שיעור ההון החוזר מהמכירות ביחס לגובה הצמיחה. מצב הפוך קורה עם הקיטון במכירות: סכומי הגבייה מהלקוחות עולים על סכומי התשלום לספקים, ובהנחה כי לא חלים שינויים בימי האשראי, תזרים ההון חוזר הינו חיובי. מגמות אלו מועצמות כאשר חברות עתירות סחורות מתמודדות עם שינויים חדים במחירי הסחורות. עלייה במחירי הסחורות מייקרת את המלאי, מגדילה את נפח המכירות, ומעלה את גובה האשראי הלקוחות שנדרשת החברה לממן. ההשפעה על היקף המכירות וצורכי ההון החוזר גדלה ככל שהערך המוסף בייצור נמוך ומחיר המכירה מושפע בהתאם. ההשפעה מחלחלת למאזן לפי קצב המכירות ושחלוף נכסי ההון החוזר (ימי מלאי וימי לקוחות). עם זאת, ירידה חדה במחירי הסחורות עלולה לשאת השפעה מיידית על ערך המלאי בספרים, כנזכר לעיל. מגמות אלו עשויות להשפיע באופן ישיר על צורכי האשראי של החברה, ולהגדילו ולהקטינו בהתאם לרמת ההון החוזר. אחד מסיכוני הנזילות הבולטים בחשיפה למחירי הסחורות טמון בשחיקה חדה ומהירה בשווי ההון החוזר, המשמש כבטוחה לאשראי ז"ק. היעדר מרווח מספק בין שווי הבטוחות לגובה האשראי, או לחילופין שימוש באשראי ז"ק שלא למימון הון חוזר עלולים לייצר בעיית נזילות במקרה זה. המקרה ההפוך, שבו חלה עלייה חדה במחירי הסחורות, עלול להעמיד את החברה מול מחסור במסגרות אשראי פנויות. על מנת שהחברה תוכל להתמודד בצורה בטוחה עם שינויים אלו היא נדרשת למסגרות אשראי מאושרות, המבוססות פעמים רבות על שווי הנכסים השוטפים (המלאי ויתרת הלקוחות).

### מבט על שוק הסחורות העולמי

שוק הסחורות העולמי חווה תהפוכות רבות בשנים האחרונות אשר נבעו מגורמים רבים, ביניהם המשבר הפיננסי של שנת 2008, העלייה במחירי האנרגיה שהגיעה לאחר מכן והירידות החדות במחירי האנרגיה בשנים האחרונות וכן ההתפתחויות בכלכלת סין. להלן סקירה קצרה על שינויים אשר התרחשו בסחורות העיקריות בתחום סחורות החקלאות והמתכת:

### תחום הסחורות החקלאיות: חרף גידול מתמשך בביקוש, הגדלת היצע, שיפורים טכנולוגיים וירידת מחירי האנרגיה מובילים מגמה של ירידת מחירים מאז 2013

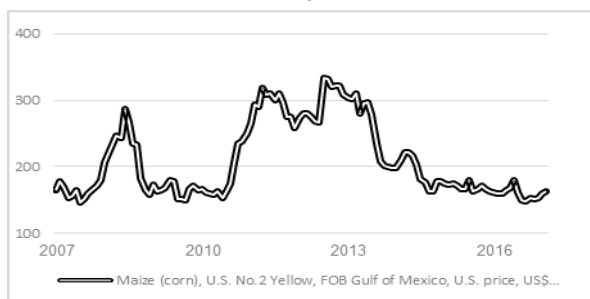


הגידול הקונסיסטנטי באוכלוסיות העולם ביחד עם שיעורי הצמיחה הגבוהים במדינות המתפתחות, אשר תורמים לעלייה ברמת החיים של האזרחים בעיקר במדינות כגון סין והודו, מובילים לגידול בביקוש לסחורות חקלאיות וסחורות מזון בפרט (ראה תרשים 2). תחום נוסף שתורם לגידול בביקוש לסחורות הינו הביודיזל אשר עקב יתרונותיו בתחום איכות הסביבה ויכולתו לשמש כמקור להפקת אנרגיה מקומית, מדינות רבות מעודדות שימוש בו כמקור אנרגיה חלופי לשימוש בנפט. במקביל, שיפורים טכנולוגיים בתחום החקלאות (הגנה והשבתת גידולים) תרמו לגידול בתפוקות ולעלייה בהיצע.

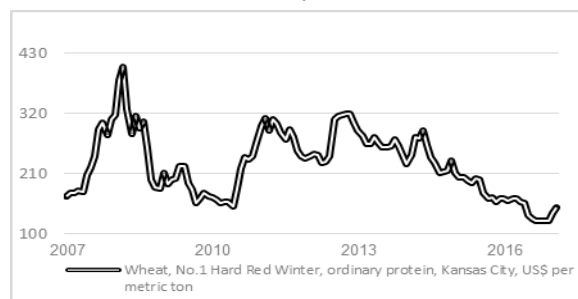
בשנת 2008 עת פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, חלק מהמשקיעים בחרו להשקיע בסחורות הנחשבות כהשקעה ריאלית חלף השקעות בעלות אופי פיננסי. לאחר המשבר חזרו מחירי הסחורות לרמות של טרום המשבר. בסוף שנת 2010 ותחילת שנת 2011 החלו מחירי הסחורות לטפס כלפי מעלה כאשר חלק מהסיבות לעליית המחיר ניתן לקשר למחירי האנרגיה הגבוהים באותן שנים, לחלחול המדיניות המוניטרית המרחיבה שהונהגה בעולם עקב המשבר הפיננסי העולמי ולעלייה בצריכה הפרטית. סביבת המחירים הגבוהה בשנים 2012-2013 עודדה השקעות אשר תרמו בתורן לגידול ההיצע עם הגידול בביקוש. החל משנת 2013 ועד לתחילת שנת 2016 חלה שחיקה מתמדת במחירי הסחורות במקביל לעלייה בתפוקות של הסחורות העיקריות. במבט ארוך טווח (ראה תרשים

3-4 (להלן) ניתן לראות המחזוריות שאפיינה את מחירי הסחורות סביב המשבר הכלכלי העולמי בהתייחס לשתיים מהסחורות החקלאיות המרכזיות: תירס וכותנה.

**תרשים 4 - מחיר חוזה על תירס בין השנים 2007 - 2017 M2**



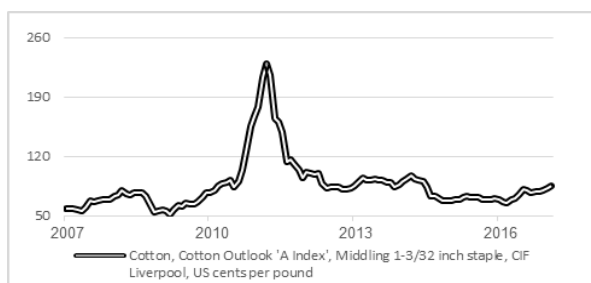
**תרשים 3 - מחיר חוזה על חיטה בין השנים 2007 - 2017 M2**



מקור - International Monetary Fund ועיבודי מידרוג

**תירס** - התירס הינו הגידול רחב ההיקף מבין גידולי הדגנים. בשנת 2016 הסתכם הייצור בכ-1 מיליארד טון, המהווה את היקף הייצור הגבוה ביותר. היקפי הייצוא הכספיים של תירס בשנת 2015 הסתכמו בכ-28 מיליארד דולר, המהווים ירידה ביחס להיקפים הכספיים של הייצוא בשנת 2012, שעמדו אז על 35 מיליארד דולר, הסיבה לירידה בהיקפים הינה הירידה במחיר התירס. חוזה על התירס<sup>2</sup> נסחר בשנת 2012 במחיר של מעל 300 דולר לטון, ומאז אנו עדים לשחיקה מתמשכת של כ- 50% במחירו עד 160 דולר לטון בתחילת שנת 2017. תחזית INC (International Grains Council) הינה לקיטון קל בייצור התירס בשנת 2017, שעתיד להשתנות בשנת 2018 לקראת שיא נוסף בהיקפי הייצור בשנת 2019.

**תרשים 5 - מחיר חוזה על כותנה בין השנים 2007 - 2017 M2**



מקור - International Monetary Fund ועיבוד מידרוג

**כותנה** - יצרניות הכותנה המובילות כיום בעולם הינן סין והודו. היקף ייצור הכותנה בעולם בשנת 2016 הסתכם בכ-104 מיליון בלות, כאשר 21 מיליון בלות מתוכם מקורם בסין. מחירי החוזים על הכותנה<sup>3</sup> נסחרו בשנת 2007 סביב 60 סנט לפאונד כאשר בשנת 2011 הגיעו מחירי חוזים על הכותנה אל מעל ל 2 דולר (200 סנט) לפאונד. מאז 2012 ועד היום נסחרו החוזים על הכותנה בטווח שבין 70 סנט ל 90 סנט לפאונד עם חריגות מטווחים אלו בטווח הקצר. נכון לתחילת 2017 נסחר חוזה הכותנה סביב 80 סנט לפאונד.

**חיטה** - היקף ייצור החיטה בשנת 2016 מוערך בכ-750 מיליון טון<sup>4</sup> המהווה את היקף ייצור החיטה השנתי הגבוה ביותר. היקף זה מהווה המשך מגמה הנמשכת מזה מספר שנים של גידול בהיקפי הייצור. תחזית INC חוזה ירידה בהיקפי הייצור של חיטה בשנים הקרובות, בעיקר עקב שחיקת מחיר החיטה ורווחיות עודפת באלטרנטיבות הקיימות עבור מגדלי חיטה מסוימים. עם זאת ב INC צופים חזרה לגידול בהיקפי הייצור החל משנת 2019 ועד לשיא היקף ייצור חדש חזוי בקצה התחזית 2021. מחיר החוזים על החיטה<sup>5</sup> מנגד סובלים מירידה מתמשכת המסתכמת בשיעור של כ 50% שהחלה בשנת 2013 אז נסחר חוזה על החיטה סביב 300 דולר לטון ועד למחיר חוזה בתחילת שנת 2017 סביב ה-140 דולר לטון. סך הייצוא הכספי בחיטה על פי נתוני UN ("UN Trade Statistics") לשנת 2015 הסתכם בכ-40 מיליארד דולר, היקף זה הינו הנמוך ביותר מאז שנת 2011.

<sup>2</sup> חוזה מסוג - Maize (corn), U.S. No.2 Yellow, FOB Gulf of Mexico, U.S. price, US\$ per metric ton

<sup>3</sup> חוזה מסוג - Cotton Outlook 'A Index', Middling 1-3/32 inch staple, CIF Liverpool, US cents per pound

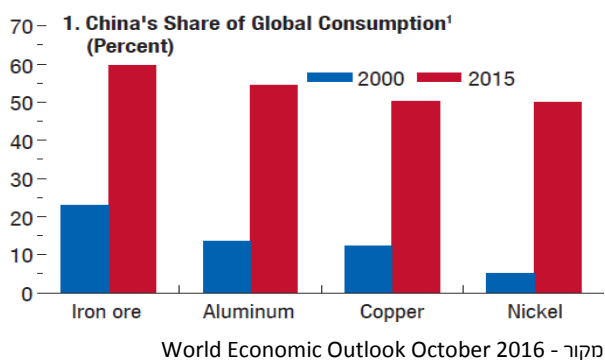
<sup>4</sup> מקור <http://www.igc.int> - INTERNATIONAL GRAINS COUNCIL

<sup>5</sup> חוזה מסוג - Wheat, No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, Kansas City, US\$ per metric ton

**תחום סחורות המתכת: תכניות התמריצים של הממשל הסיני מובילות את המגמות בביקוש ובמחיר**

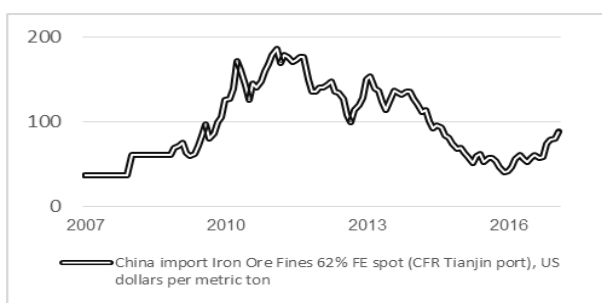
שוק המתכות העולמי חווה בשנת 2016 ובתחילת שנת 2017 עליית מחירים בחלק ניכר מסחורות המתכות העיקריות. בצד הביקוש, סין ממשיכה להוות גורם ביקוש עיקרי בשוק המתכות. בצד ההיצע חלו מספר שיפורים כגון פרויקט Serra Sul (S11D project) בברזיל - פרויקט כריית הברזל הגדול בעולם בהשקעה כוללת של כ 19 מיליארד דולר שעתיד להתחיל להפיק במהלך שנת 2017.

**תרשים 6 - חלקה של סין בצריכת המתכות עולמית: שנת 2000 מול 2015**



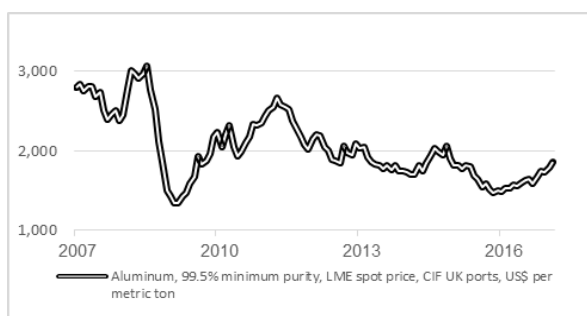
סין הנה צרכנית המתכות הגדולה ובשנת 2015 היא חצתה את רף 50% מכלל הצריכה העולמית של מתכת גולמית. לפיכך, שיעור הצמיחה, היקף הייצוא והיקף ההשקעה בתשתיות בסין מהווים מרכיבים מרכזיים בתחזיות אנליסטים בקשר לביקוש העולמי למתכות. כפועל יוצא, ירידה או התמתנות בשיעורי הצמיחה בסין הנה קטליזטור לירידה במחירי המתכות. בשנים האחרונות אנחנו עדים להתמתנות הצמיחה בסין, מנגד הממשל הסיני הפעיל בשנת 2016 תכנית תמריצים אשר נועדה להעניק דחיפה לכלכלה הסינית ולעודד השקעות בתשתיות.

**תרשים 7 - מחיר Spot של ברזל Ore 62% 2007 - 2016**



ברזל - בשנת 2016 חל שינוי מגמה במחירי הברזל לאחר תקופה של ירידה מתמשכת, חלק מכך בעקבות תכנית התמריצים של הממשל בסין אשר תרמה לעלייה בביקוש. מחירי הברזל<sup>6</sup> עלו בשנת 2016 בשיעור של כ 20%. עם זאת תחזיות הבנק העולמי למחיר הברזל הינה לעצירת מגמת העלייה שהחלה בשנת 2016 ואף לשינוי מגמה חזרה כלפי מטה של מחיר הברזל וחלק מזה בעקבות השיפור בהיצע הצפוי של ברזל עקב פרויקט Serra Sul בברזיל שעתיד להתחיל ולהפיק בשנת 2017.

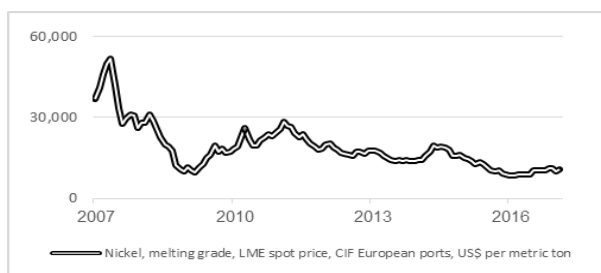
**תרשים 8 - מחיר Spot של אלומיניום בבורסת LME 2007 - 2016**



אלומיניום - היקף היבוא הכספי של אלומיניום בשנת 2015 בעולם הסתכם בכ-100 מיליארד דולר, כ-5% מהיקף הסחר העולמי על פי מדד SITC. מחירי האלומיניום<sup>7</sup> נמצאים במגמת ירידה מאמצע שנת 2011, כאשר במהלך 2016 נרשמה התאוששות מסימט של המחירים. על פי הערכת הבנק העולמי, העלייה במחיר האלומיניום בתקופה האחרונה נובעת בעיקר מעלייה בביקוש המקבלת רוח גבית בעיקר מכלכלת סין. בנוסף גם תוצאות הבחירות בארה"ב והציפיות לגידול בהשקעות הובילו ללחץ של המחיר כלפי מעלה.

<sup>6</sup> נקבע על פי - China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port), US dollars per metric ton  
<sup>7</sup> נקבע על פי - Aluminum, 99.5% minimum purity, LME spot price, CIF UK ports, US\$ per metric ton

תרשים 9 - מחיר Spot של ניקל בבורסת LME בין השנים 2007 - 2016



מקור - International Monetary Fund עיבוד מידרוג

**ניקל** - הניקל מהווה מרכיב בחלק מתרכובות (סגסוגת) המתכת כגון נירוסטה ולכן מחירו משפיע על מחירים הסופי. מחירי הניקל<sup>8</sup> שהגיע בשנת 2007 טרום המשבר לכ-50 א' דולר לטון נסחר בתחילת 2017 סביב 10 א' דולר לטון. עיקר הירידה במחירו התרחשה בין 2007 לסוף 2008 בתחילת שנת 2016 הגיע מחיר הניקל לשפל של עשור כאשר במהלך שנת 2016 חלה התאוששות מסוימת במחירו.

### תחזית עתידית למחירי הסחורות

קיים קושי רב להעריך את מחיר הסחורות בראייה רב שנתית ארוכה, זאת בשל השפעות אקסוגניות נרחבות, כפי שתואר לעיל. קיימים מספר סוכנויות וגופים בינ"ל אשר עורכים תחזיות לתחומים אלו. נציין כי השונות בין התחזיות של גופים אלו הנה גבוהה וקיים אתגר רב בהערכת התכונות לאור זאת שלאורך השנים התממשותן של התחזיות אינה ברמת וודאות גבוהה.

#### תחזית הבסיס של מודיס<sup>9</sup> - תחזית מחירי המתכות

מודיס מעריכה כי מחירי הסחורות כיום מושפעים בחלקם מפעילות וציפיות של משקיעים אשר יתכן ולא יתממשו. תחזית הבסיס של מודיס עבור שנת 2017 הוא התמתנות במחירי סחורות המתכת העיקריות. עם זאת, צופים במודיס כי בטווח הקצר השפעות ספקולטיביות ופוליטיות יוסיפו ליצור תנודתיות בשוק. במיוחד נכון הדבר לגבי מחירי האלומיניום והנחושת - המושפעים גם מעסקאות גידור ופעילות משקיעים. הערכת מודיס הינה כי הנחושת והניקל יראו צמיחה מתונה במחיר הבסיס<sup>10</sup> שלהם בשנת 2018 ביחס למחיר הבסיס בשנת 2017 בעוד האלומיניום והאבץ צפויים לעמוד על רמות מחירים דומה בשנת 2018 בהשוואה למחירים בשנת 2017. על פי תחזיות מודיס, מחירי הברזל בשנת 2018 צפויים לרדת בצורה חדה ביחס למחיר הבסיס שלהם בשנת 2018.

#### תחזית הבנק העולמי<sup>11</sup> למחירי המתכות

הבנק העולמי בסקירתו בחודש ינואר 2017 צופה המשך מגמת עלייה במרבית שוק המתכות, כאשר את הסיבות להמשך העלייה קושר הבנק העולמי לקשיים שהוא צופה בצד ההיצע של המתכות השונות. את עיקר העלייה יובילו הניקל והאבץ כאשר תחזית היא לעלייה בשנת 2017 של כ-8% ו-4%, בהתאמה, ביחס למחירים בתחילת שנת 2017. אלומיניום צפוי להיסחר בשנת 2017 ברמות דומות למחירו בתחילת השנה, כאשר בשנת 2018 צפוי למחירו לעלות בשיעור של 2%. הנחושת צפויה להתמתן כבר במהלך 2017 כאשר בשנת 2018 התחזית היא גידול מתון בשיעור של כ-2%. הברזל צפוי להיחלש בשיעור של כ-18%, בעיקר עקב גידול בצד ההיצע כאשר אמור להגיע בחלקו במסגרת פרויקט Serra Sul בברזיל. להלן טבלה המסכמת את תחזית מודיס והבנק העולמי בהשוואה למחירי המתכות בסמוך למועד דו"ח זה:

מחיר בפועל ליום 21.4.2017 Cash Buyer LME	* תחזית World Bank		תחזית מודיס Base Price		מחיר ליום 3.1.2017 Cash Buyer LME	המתכת
	2018	2017	2018	2017		
*** 63.2	55	65	65	60	** 80	ברזל (Iron Ore) MT/\$
1,932	1,734	1,700	1,400	1,400	1,701	אלומיניום (Aluminum) MT/\$
5,600	5,509	5,400	4,800	4,600	5,573	נחושת (Copper) MT/\$
9,390	11,518	11,000	10,000	9,500	10,200	ניקל (Nickel) MT/\$
2,581	2,800	2,650	2,000	2,000	2,552	אבץ (Zinc) MT/\$

\* מתוך World Bank - COMMODITY MARKETS OUTLOOK, January 2017; \*\* ממוצע חודש דצמבר 2016; \*\*\* מאתר VALE.COM נכון ל-18.4.2017

<sup>8</sup> נקבע על פי - Nickel, melting grade, LME spot price, CIF European ports, US\$ per metric ton

<sup>9</sup> <http://www.worldbank.org> - Commodity Markets Outlook World Bank January 2017

<sup>10</sup> מחיר הבסיס של מודיס - נקבע לצורך דירוג חברות בפעילות השווקים הרלוונטיים

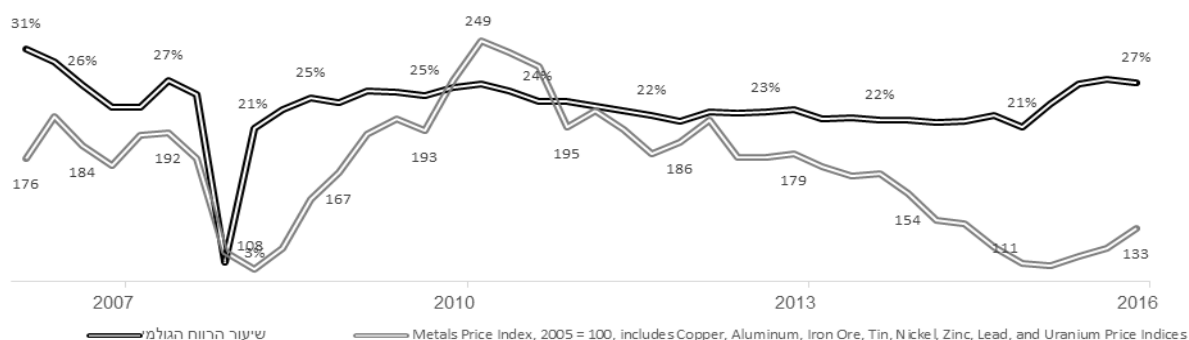
<sup>11</sup> <https://www.moodys.com> - Moody's - Base Metals-Global, Steel-US, Coal-US



### השפעת שינוי מחירי הסחורות על שתי חברות במקטע שונה בתחום הסחר במתכות - מקרה מבחן

**קבוצת סקופ מתכות בע"מ** - סקופ הנה חברת סחר ושירותים העוסקת ביבוא ושיווק מוצרים וחומרי גלם בענף המתכות, הנמכרים על ידה בעיקר לתעשייה ולקבלנים. המודל העסקי של סקופ מושתת על אחזקת מלאי רחב ומגוון של מוצרי מתכת גולמיים, תוך התמחות בתחומי נישה, ואספקתם באסטרטגיית Just In Time המקנה לה יתרונות יחסיים בדמות זמינות ושירות באיכות גבוהה. אמצעי הייצור העיקריים של סקופ הם יכולות רכש בינלאומי, מרכז לוגיסטי וניהול מלאי מתקדם וכן מערך הפצה ארצי. בשנת 2007 טרום המשבר הפיננסי הגלובלי עמד המלאי של החברה בממוצע על 350 יום. ברבעון האחרון של 2008 עקב המשבר הפיננסי העולמי חלו ירידות חדות בכלל מחירי המתכות, והחברה נאלצה לבצע הפחתה משמעותית על המלאי הקיים, אשר שחקה באופן מהותי את כרית ההון של החברה. התאוששות במחירי המתכות במהלך שנת 2009 ביחד עם מהלכי הבראה אשר ביצעה החברה ביניהם ניהול יעיל יותר של המלאי סייעו לחברה לצלוח את המשבר ולחזור לשיעורי רווחיות טרום המשבר. מאז ועד לשנת 2016 מדד המתכות רשם ירידה עקבית, אך מדורגת, והרווחיות הגולמית של סקופ שמרה על יציבות יחסית, בזכות זאת שלא נרשמו תנודות חדות במחירי המתכות לאורך התקופה. בשנת 2016 חלה עלייה במחירי המתכות, וניתן לראות את ההשפעה החיובית על הרווחיות הגולמית של החברה.

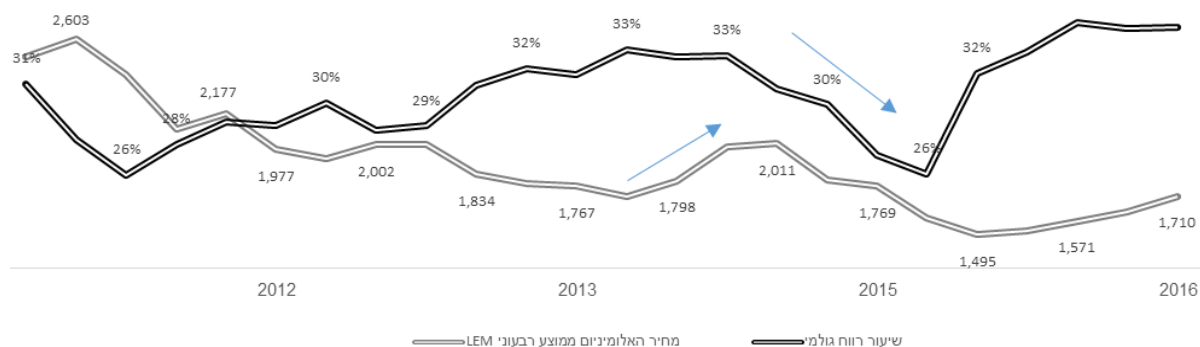
#### תרשים 10 - קבוצת סקופ מתכות בע"מ - שיעור רווח גולמי רבעוני ביחס לממוצע רבעוני של מדד המתכות שנים 2007 - 2016



מקור - International Monetary Fund, דוחות כספיים לציבור של סקופ ועיבודי מידרוג

**קליל תעשיות בע"מ** - קליל הינה חברה העוסקת בייצור מערכות אלומיניום לבנייה ופרופילים לתעשייה, בעיקר לשוק המקומי. החברה מספקת את מוצריה לצרכנים הסופיים, לקבלנים ולתעשייה. החברה מחזיקה במותג "קליל" שהינו מותג חזק בתחומו בקרב צרכני הקצה, אשר משפיע גם על החלטות הקנייה של הקבלנים. קליל מושפעת ממספר גורמים ביניהם היקף ההשקעה במבנים בישראל ובפרט גמר בנייה למגורים. בנוסף, הרווחיות של קליל משפעת ממחיר האלומיניום המהווה את חומר הגלם העיקרי של החברה. בתרשים 11 ניתן לראות את הקשר בין מחיר האלומיניום לבין שיעורי הרווחיות הגולמית של החברה. סביבת מחיר יורדת של האלומיניום מיטיבה עם החברה ותורמת לעלייה ברווחיות הגולמית.

#### תרשים 11 - קבוצת סקופ מתכות בע"מ - שיעור רווח גולמי רבעוני ביחס לממוצע רבעוני של מחיר האלומיניום שנים 2011 - 2016



מקור - International Monetary Fund, דוחות כספיים לציבור של קליל ועיבודי מידרוג

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליכולת ההסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.**

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. ויובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.