

סיכום התשע"ז בשוק האג"ח הקונצרני

דוח מיוחד | ספטמבר 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג 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 למושקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

יואב שניידר, אנליסט

Yoav.schneider@midroog.co.il

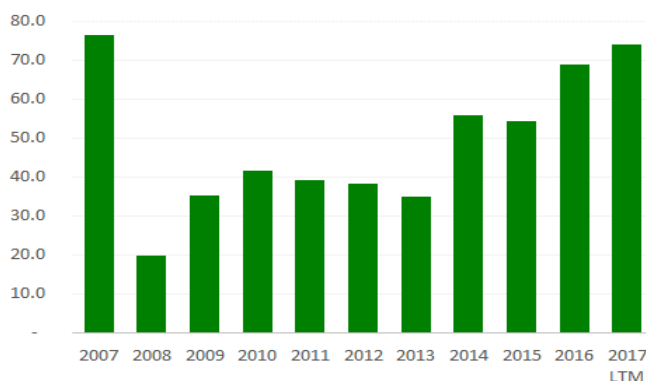
סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

סיכום התשע"ז בשוק האג"ח הקונצרני

תשע"ז במספרים

הנפקות אג"ח קונצרניות, במיליארד ערך נקוב 2007-2017

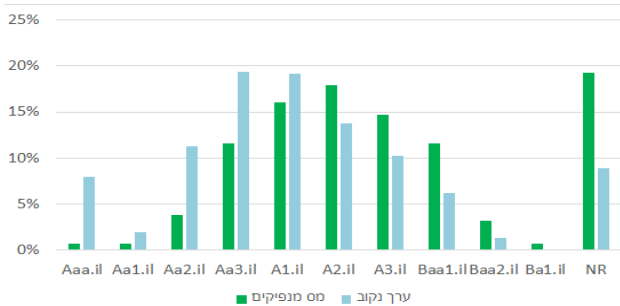


בשנת התשע"ז נרשם שיא בהיקף הנפקות אג"ח קונצרניות מאז שנת השיא 2007, עם 74 מיליארד ערך נקוב שהונפקו בעיקר על ידי תאגידים לא-פיננסיים (86% מהערך הנקוב), ובפרט חברות מתחום נדל"ן ובינוי (63% מהערך הנקוב). התשע"ז מציגה גידול של 31% בסכום ההנפקות לעומת השנה העברית שקדמה לה, כשהמגזרים הבולטים בשיעור הגידול הינם נדל"ן ובינוי ומגזר האנרגיה (ובעיקר הפקת גז). 150 חברות הנפיקו אג"ח קונצרניות בשנת התשע"ז (לעומת 115 חברות בתשע"ו) בתוכן, 5 חברות תעשייה יצרנית בלבד, 87 חברות נדל"ן ובינוי, 10 מוסדות פיננסיים, וחברה ממשלתית אחת.

המנפיק הגדול בשנת התשע"ז הינו בנק מזרחי-טפחות, אשר גייס 5.7 מיליארד ערך נקוב - מעל מחצית הגיוסים בקרב מוסדות פיננסיים בשנה העברית החולפת. המנפיקים הגדולים בקרב תאגידים לא-פיננסיים כללו את מליסרון (כ-2.5 מיליארד ש"ח ערך נקוב), תמר פטרוליום (כ-2.3), אידיבי פתוח (כ-2.1) ובי-קומיוניקיישנס (כ-2.0) - כל אחת מהן ריכזה כ-4.0% מהיקף ההנפקות.

שליש מבין המנפיקים בהתשע"ז דורגו ברמות דירוג גבוהות של A1.il ומעלה, שלישי דורגו ברמת דירוג גבוהה-בינונית A2.il-A3.il, 15% נוספים דורגו ברמת דירוג נמוכה יחסית בקבוצת Baa.il ואילו 20% לא דורגו כלל. אלו האחרונים מייצגים 30 מנפיקים שאחראים להנפקות בהיקף 6.5 מיליארד ערך נקוב, זאת לעומת 13 מנפיקים עם 1.8 מיליארד ערך נקוב בשנה העברית המקבילה. מבין ההנפקות של תאגידים לא-פיננסיים, 35% כללו שעבוד מטריאלי כלשהו, 57% כללו שעבוד שלילי בלבד (התחייבות שלא לשעבד נכסים) ורק 7% מההנפקות לא כללו שעבוד או התחייבות שלא לשעבד נכסים.

התפלגות מספר מנפיקים וערך נקוב שהונפק לפי רמת דירוג/ לא מדורג (NR) - התשע"ז

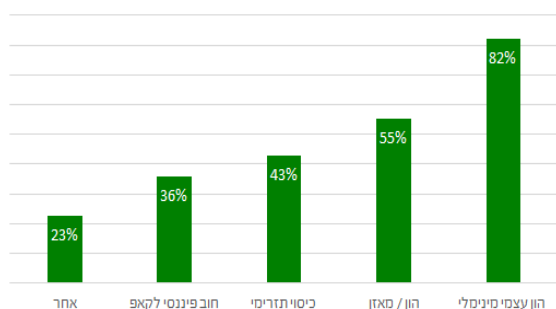


התפלגות הנפקות לפי סוג שעבוד (סדרות בעלות שעבוד מטריאלי בלבד) - התשע"ז



מרבית הסדרות שהונפקו לראשונה בשנת התשע"ז כללו אמות מידה פיננסיות (90% מבין הסדרות החדשות) ובממוצע בכל סדרה חדשה נכללו 2.5 אמות מידה פיננסיות מסוגים שונים. אמת המידה הפיננסית הנפוצה ביותר הינה הון העצמי מינימלי, וזו נכללה ב 87% מההנפקות החדשות השנה. אמת המידה השנייה בשכיחותה הינה יחס הון עצמי לסך הנכסים, וזו נכללה ב 57% משטרות הנאמנות החדשים. במגזר הנדל"ן ובינוי, מספר אמות המידה הפיננסיות גבוה יותר ועומד על 3-4 יחסים פיננסיים שונים לעומת 1-2 ביתר המגזר העסקי.

שכיחות סוגים עיקריים של אמות מידה פיננסיות בהנפקות חדשות של אג"ח קונצרני שנת התשע"ז



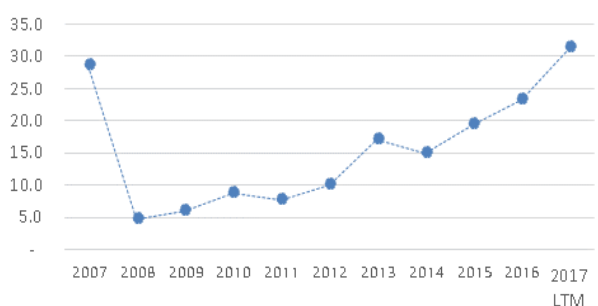
נוסף ליחסים הפיננסיים, קיימות תניות חוזיות שונות כגון מגבלת החלוקה, אשר נמצאה במרבית הסדרות החדשות השנה (88% מהן). בתוך כך, במחצית הסדרות החדשות נמצאה מגבלה אפקטיבית על שיעור החלוקה, כך שהמנפיק מוגבל בחלוקה עד שיעור מסוים מהרווח השוטף, ללא תנאי כלשהו. ביתר הסדרות מגבלות החלוקה ייכנסו לתוקף רק במידה בה המנפיק יחרג מיחסים פיננסיים בטווח שנקבע מראש.

ענפים עיקריים

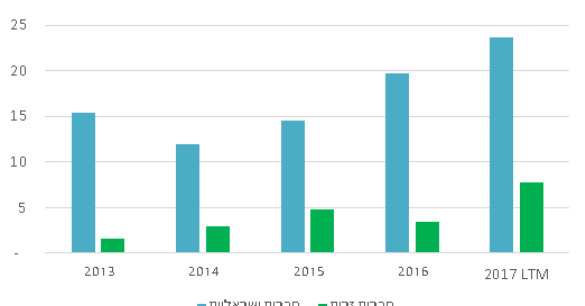
נדל"ן ובינוי: גם ללא החברות הזרות נרשמה עלייה חדה בהיקף הגיוסים

חברות בתחום נדל"ן ובינוי הנפיקו בשנת התשע"ז אג"ח קונצרניות בסך 31 מיליארד ש"ח ערך נקוב, זאת לעומת 19 מיליארד ש"ח ערך נקוב בשנת תשע"ו - גידול בשיעור 60%. זו הייתה שנת שיא מבחינת היקף גיוסי נדל"ן ובינוי מאז שנת 2007, שבה גויסו בענף כ- 28 מיליארד ש"ח ערך נקוב. הגידול בהיקף ההנפקות בענף נמשך בעקביות מאז שנת 2014 ורק חלקו מוסבר בכניסתן לשוק ההון הישראלי של חברות נדל"ן אמריקאיות. אמנם היקף הגיוסים של חברות הנדל"ן האמריקאיות יותר מאשר הוכפל במהלך התשע"ז (כ-7.7 מיליארד ש"ח ערך נקוב לעומת כ-3.3 מיליארד בתשע"ו), אולם גם ללא הנפקות אלו, היקף הגיוסים של חברות נדל"ן הרשומות בישראל עלה בכ- 45%.

ענף נדל"ן ובינוי: היקף הנפקות שנתי בערך נקוב (מיליארדים) 2007-2017

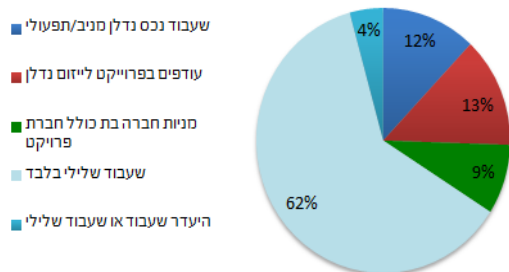


ענף נדל"ן ובינוי: הנפקות של חברות רשומות בישראל וחברות זרות, בערך נקוב (מיליארדים) 2013-2017



ההנפקות הגדולות בענף נדל"ן ובינוי בשנת התשע"ז היו כולן של חברות רשומות בישראל, בעיקר בתחום נדל"ן מניב מקומי: מליסרון (כ-2.5 מיליארד ש"ח ערך נקוב), מבני תעשייה (כ-1.5), עזריאלי (כ-1.4), שיכון ובינוי (כ-1.2) וכלכלית ים (כ-1.2). חמשת המנפיקים הגדולים הללו ריכזו כרבע מהערך הנקוב שהונפקו בענף בשנת התשע"ז. מרבית ההנפקות בענף נדל"ן ובינוי - כ-77% - היו מדורגות ואילו 23% מההנפקות בוצעו ללא דירוג, אולם במונחי ערך נקוב שיעור ההנפקות שאינן מדורגות היה 6% בלבד. מרבית ההנפקות שלא דורגו הן ממגזר היזמות והבנייה למגורים; הדירוג החיצוני של ההנפקות בענף (במונחי מספר מנפיקים) עמד על A3.il, כאשר 61% מבין המנפיקים המדורגים נשאו דירוג בקבוצת A.il, 16% בקבוצת Aa.il ו-21% נוספים בקבוצת Baa.il.

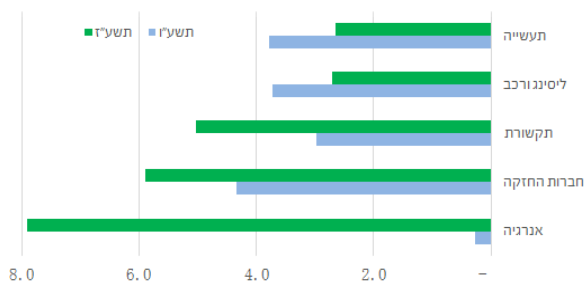
ענף נדל"ן ובינוי: התפלגות מספר סדרות שהונפקו על פי סוגי בטוחות עיקריים ושעבוד שלילי



מרבית הסדרות שהנפיקו חברות הנדל"ן והבינוי בשנת התשע"ז נשאו שעבוד שלילי בלבד (62%) ואילו שיעור הסדרות בעלי שעבוד מטריאלי, מסוגים שונים עמד על כ-34%. מבין הסדרות שנשאו שעבוד מטריאלי (48 סדרות), הובחנו שלושה סוגי שעבודים עיקריים: שעבוד בדרגה ראשונה על זכויות בנכס נדל"ן מניב (כגון מרכז קניות או משרדים) או נכס תפעולי (כגון מלון), שעבוד על מניות חברות בנות ושעבוד על עודפים צפויים בפרוייקט מגורים.

תעשייה, מסחר ושירותים... ובעיקר אנרגיה

ענפי תעשייה, מסחר ושירותים: התפלגות ערך נקוב שהונפק על פי מגזרים עיקריים (במיליארדים)



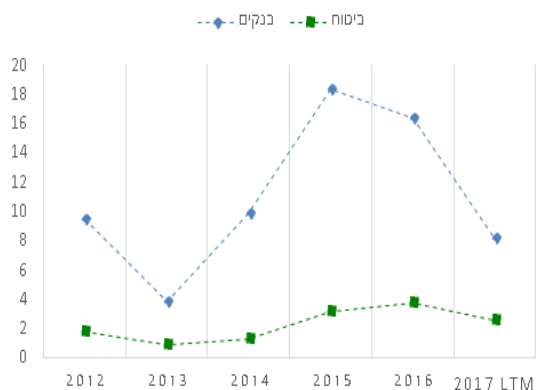
סך היקף הנפקות אגח קונצרני בתחום התאגידים העסקיים שאינם מתחום נדל"ן ובינוי הסתכם בהתשע"ז בכ-27 מיליארד ערך נקוב לעומת כ-18 מיליארד בשנת התשע"ו - גידול של 53%. עיקר הגידול נבע ממגזר האנרגיה שאחראי להנפקות בהיקף של כ-8 מיליארד \$ לעומת היקף זניח בתקופה המקבילה. גידול בולט נרשם גם בענף התקשורת, שאחראי לגיוסים בהיקף של 5.0 מיליארד ערך נקוב לעומת 3.0 מיליארד בתקופה המקבילה.

ההנפקות הגדולות במגזר העסקי כללו בעיקר מנפיקים מתחום האנרגיה וחברות האחזקה: תמר פטרוליום (כ-2.3 מיליארד ערך נקוב) אידיבי פתוח (כ-2.1), בי-קומיוניקיישנס (כ-2.0) ישראלמקו (כ-1.6) ושותפויות דלק קידוחים ואבנר (כ-1.5). חמשת המנפיקים הגדולים בתחום העסקי היוו 35% מסך הנפקות התחום העסקי. מרבית הסכום שהונפק **במגזר האנרגיה** (6.0 מתוך 8.0 מיליארד ערך נקוב) קשור מאגרי תמר ולווייתן, ומתוך כך 4.0 מיליארד ערך נקוב שהונפקו על ידי תמר פטרוליום ושותפות ישראלמקו ניתן ליחס במישרין למאגר תמר. חברות בזק, ביקום וחלל ריכזו את עיקר הגיוסים **במגזר התקשורת** השנה, עם היקף הנפקות של 4.0 מתוך 5.0 מיליארד ערך נקוב. העלייה בסך 2.0 מיליארד ערך נקוב אל מול תשע"ו מוסברת בעיקר בגיוס הענק של בי-קומיוניקיישנס שבוצע כנגד החלפת אג"ח דולרי. **מגזר הליסינג והרכב** ריכז היקף הנפקות של 2.7 מיליארד ערך נקוב - היקף יציב יחסית לאורך השנים. המנפיקים הבולטים בתחום הליסינג והרכב היו שלמה החזקות (כ-0.7 מיליארד ערך נקוב), אלדן (0.7) ואלבר (0.6).

מגזר התעשייה היצרנית כלל 5 מנפיקים בלבד וזאת מבין 51 בתחום העסקי (שאינם נדלן ובינוי), היקף דומה לשנת תשע"ו. חברות התעשייה היצרנית גייסו אג"ח בהיקף של כ-2.6 מיליארד ערך נקוב במהלך התשע"ז, מעל מחצית מכך הונפק על ידי חברות הזיקוק והדלקים בז"ן ו-9. למעשה חברות התעשייה הקלאסית היחידות היו אבגול, דלתא ושטראוס גרופ, שהנפיקו כל אחת בין 0.2 ל-0.4 מיליארד ערך נקוב. ענף התעשייה היצרנית הדיר רגליו משוק החוב הקונצרני בשנים האחרונות נוכח נגישות טובה יחסית למימון בנקאי ומוסדי, מעורבות גבוהה של קרנות השקעה שממנות פעילות של מיזוגים ורכישות וכן היקף הולך וקטן של השקעות הוניות מקומיות. ענפי הסחר והקמעונאות - מזון, אופנה ומוצרים לבית בלטו אף הם בהיעדרם בשוק הקונצרני. מנגד, בלט בתשע"ז **מגזר המימון החוץ-בנקאי** עם היקף גיוסים של 1.4 מיליארד ערך נקוב (לעומת סכום זניח בתשע"ו), כשהמנפיק הבולט במגזר הינו קבוצת האחים נאווי עם מחצית ההנפקות במגזר. **חברות האחזקות** ריכזו גיוסים בהיקף של 6 מיליארד ערך נקוב, הבולטות שבהן היו אידיבי פיתוח (כ-2.1 מיליארד ערך נקוב), קבוצת דלק (1.0), אלון רבוע כחול (1.0) והחברה לישראל (0.8). היקף הגיוסים בשנה החולפת משקף גידול יחסית לשנים קודמות, בהן עמד היקף הגיוסים של חברות האחזקה על היקף מתון של 3-4 מיליארד ערך נקוב.

מוסדות פיננסיים - מימון המשכנתאות בהובלת מזרחי-טפחות הוביל את הגיוסים במגזר

בנקים וחברות ביטוח: התפתחות הנפקות אגח קונצרני מיליארדים ערך נקוב



מגזר המוסדות הפיננסיים, הכולל את הבנקים וחברות הביטוח, אחראי להנפקות בהיקף של 10.6 מיליארד ערך נקוב בשנת התשע"ז, זאת בהשוואה ל-17 מיליארד ערך נקוב בשנת התשע"ו. הבנקים היו אחראים להנפקות בהיקף של 8 מיליארד ערך נקוב וחברות הביטוח הנפיקו 2.5 מיליארד ערך נקוב. היקף ההנפקות של המגזר הפיננסי תנודתי יחסית לאורך השנים, ונגזר מניהול ההון הרגולטורי ומח"מ הנכסים וההתחייבויות וכן מהמח"מ הארוך של הסדרות המונפקות. בדומה לשנים האחרונות, בנק מזרחי טפחות הוביל את הגיוסים במגזר הפיננסי, עם גיוסים בהיקף 5.7 מיליארד ערך נקוב. בנק איגוד בלט אף הוא עם גיוסים של 1.1 מיליארד ערך נקוב. הבנקים הגדולים - פועלים ולאומי נעדרו משוק ההנפקות בשנה החולפת אולם בשנים 2015-2016 ריכזו היקפי הנפקות גבוהים יחסית.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכלל 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>