

סיכום הפעילות בשוק החוב הקונצרני

דוח מיוחד | רבעון ראשון 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוגים 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 למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

יואב שניידר - אנליסט

yoav.schneider@midroog.co.il

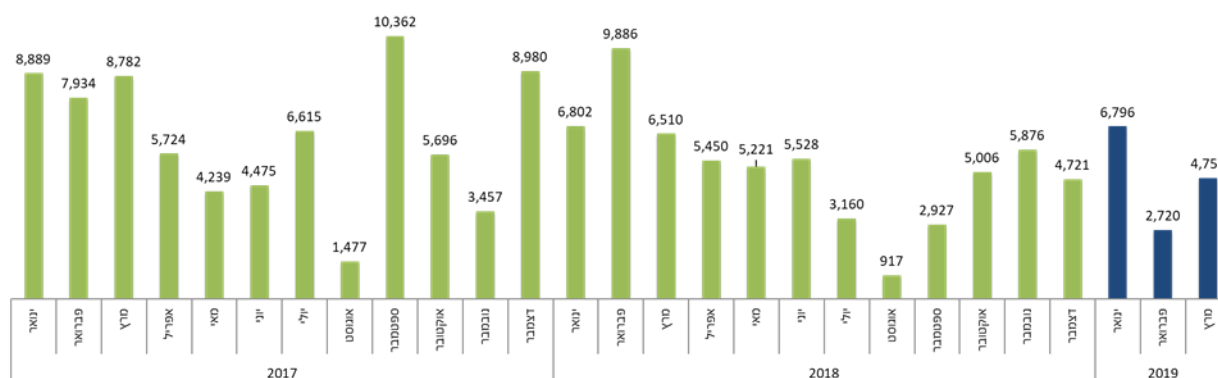
סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

סיכום הפעילות בשוק אגרות החוב הקונצרניות ברבעון הראשון לשנת 2019¹

- גיוסי אג"ח קונצרני ברבעון הראשון לשנת 2019 הסתכם בכ- 14.3 מיליארד ₪ ע.ג. בידי כ-41 מנפיקים, לעומת כ-23.2 מיליארד ₪ על ידי כ-71 מנפיקים בתקופה המקבילה בשנת 2018 וכ-25.6 מיליארד ₪ ע.ג. ברבעון הראשון לשנת 2017 באמצעות כ-65 מנפיקים. היקף הגיוסים בחודש מרץ לבדו הסתכם בכ-4.8 מיליארד ₪ ע.ג. נמוך ביחס למרץ 2018 בו גויסו כ-6.5 מיליארד ₪ ע.ג.
- הנפקות הרבעון צפויות לכלול כ-5.4 מיליארד ערך נקוב שיגויסו על ידי חברות נדל"ן ובינוי, ו-6.0 מיליארד שגויסו על ידי הסקטור הפיננסי בהובלת בנק הפועלים. הסקטור העסקי הלא-פיננסי גייס כ-2.4 מיליארד ש"ח ע.ג.
- בלטו בגיוסי הרבעון 2 הבנקים המובילים, לאומי עם 3.4 מיליארד ע.ג. ופועלים עם כ-2.3 מיליארד, וכן בנק אגוד עם כמיליארד וקבוצת עזריאלי עם כ-1.5 מיליארד.

גרף 1: סך היקף הנפקות חודשי של אג"ח קונצרני בשנים 2017-2019, במיליוני ₪ ערך נקוב

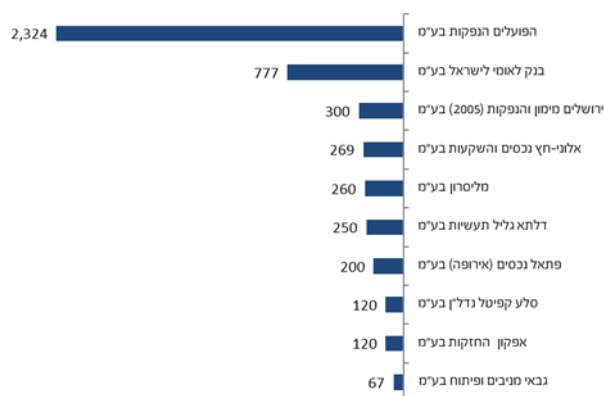


גיוסי האג"ח הקונצרני לרבעון הראשון לשנת 2019 מסתמנים כחלשים ביחס לתקופות המקבילות בהמשך לחודשיים בסימן דעיכה בשוק הנפקות האג"ח הקונצרני, חודש מרץ חותם רבעון ראשון חלש בהיקפי הנפקות. מתחילת השנה הונפקו כ-14.3 מיליארד ש"ח ע.ג. לעומת כ-23.2 מיליארד וכ-25.6 מיליארד בתקופות המקבילות בשנים 2018 ו-2017 בהתאמה. בניטרול הסקטור הפיננסי, שבלט ברבעון החולף עם היקף הנפקות גבוה יחסית של כ-6.0 מיליארד ש"ח ע.ג., הסתכמו הגיוסים מתחילת שנת 2019 בכ-8.2 מיליארד ש"ח ע.ג. לעומת כ-22.3 מיליארד ש"ח ערך נקוב ברבעון המקביל אשתקד. היקף הנפקות ברבעון הראשון דומה אמנם לזה של הרבעון הרביעי לשנת 2018, במהלכו הונפקו כ-15.6 מיליארד ע.ג., אך היקפי הנפקות במשק המקומי מאופיינים בעונתיות, כך שהיקף הנפקות ברבעונים רביעיים היו תמיד נמוכים מהרבעון הראשון באותה שנה בשנים 2018-2016. כך, בשנת 2018 הרבעון הראשון תרם כ-37% מהערך הנקוב שהונפק באותה שנה לעומת 25% ברבעון הרביעי, בשנת 2017 הרבעון הראשון תרם 33% בעוד הרביעי תרם 24%, ובשנת 2016 הרבעון הראשון תרם 27% בעוד הרביעי תרם כ-16%. בממוצע, בשנים 2018-2016 הרבעון הראשון היווה כשליש במסך הערך הנקוב שגויס במהלך השנה. באם יחס זה יישמר בקירוב, אז הרי שהרבעון הראשון מבשר על רמת הנפקות נמוכה להיקף הגיוסים בהמשך השנה. מנגד, סגירת המרווחים וירידת התשואות שנצפתה במהלך חודש מרץ עשויה לבשר על קיום תנאים שיאפשרו למנפיקים קטנים ובינוניים ובדירוגים בינוניים לחזור לזירת הנפקות, לאחר שפתיחת המרווחים של סוף 2018 הביאה לדחיית הנפקות.²

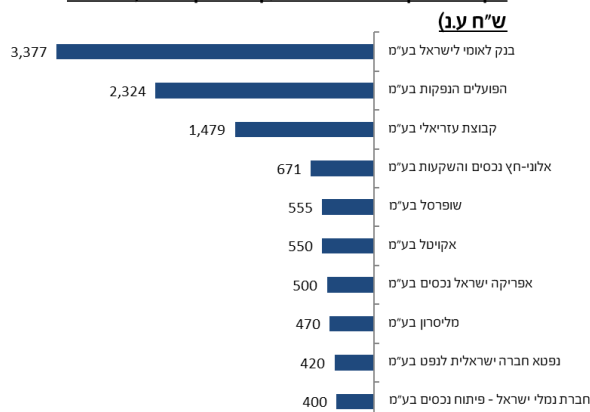
¹ הסקירה מתייחסת להנפקות אגח קונצרני ולא כוללת הנפקות של מכשירי חוב מימון מובנה, לרבות אג"ח מגובה בפקדונות.
² למידע נוסף בנושא השינויים במרווחים ובתשואות בשוק האג"ח בחודש מרץ, ראו דו"ח מידרוג - [מרווחים, דירוגים ומה שביניהם, אפריל 2019](#).

2016	2017	2018	2019		
19,019	25,605	23,198	14,271	Q1	היקף גיוסים (מיליוני ע.ג.)
13,135	14,439	16,200	-	Q2	
27,201	18,455	7,003	-	Q3	
11,225	18,133	15,604	-	Q4	
70,580	76,632	62,005	-	FY	
27%	33%	37%		Q1	שיעור מסך הנפקות השנה
19%	19%	26%		Q2	
39%	24%	11%		Q3	
16%	24%	25%		Q4	

גרף 2: הנפקות בולטות במרץ 2019 (במיליוני ש"ח ע.ג.)



גרף 3: הנפקות בולטות ברבעון הראשון 2019 (במיליוני ש"ח ע.ג.)



סקטור הנדל"ן אינו מתאושש לעת עתה, אך נפתח למנפיקים באיכות אשראי בינונית חברות הנדל"ן הנפיקו במהלך הרבעון כ-5.4 מיליארד ש"ח ע.ג. מזה כ-952 מיליון בחודש מרץ, לעומת כ-11.0 מיליארד ברבעון הראשון לשנת 2018 וכ-12.6 מיליארד ברבעון הראשון 2017, עד כה, חודש מרץ נראה כמאשש את המגמה שנצפתה בגיוסי סקטור הנדל"ן מתחילת השנה - דעיכה. חברות נדל"ן זרות עד עתה הדירו את

רגליהן משוק ההנפקות המקומי, על רקע עליית תשואותיהן בחצי השני של שנת 2018, וההנפקה היחידה של חברה נדל"ן זרה הייתה של של סילברסטין נכסים לימיטד, עם כ-185 מיליון ש"ח ע.ג. הסקטור נותר ריכוזי הרבעון, כאשר כ-33% מהערך הנקוב שהונפק הונפק על ידי קבוצת עזריאלי, וחמשת המנפיקים הגדולים ביותר בסקטור ובכללם עזריאלי תרמו כ-76% מהערך הנקוב שהונפק.

הסקטור העסקי שאינו נדל"ן הנפיק כ-2.4 מיליארד ע.ג., בריכוזיות גבוהה עד כדי 'מועדון סגור', היקף ההנפקות נמוך ביותר, הן ביחס לרבעון הראשון לשנת 2018, בו גויסו כ-7.8 מיליארד ע.ג. והן ברבעון הרביעי לשנת 2018 בו גויסו רק כ-3.6 מיליארד ע.ג. מתוך הסכום שגויס במהלך הרבעון, כ-84% הונפקו על ידי חמשת המנפיקים הגדולים ביותר: שופרסל תרמה כ-23% מהערך הנקוב, אקוויטל ונפטא תרמו כ-23% וכ-18% בהתאמה וביחד קבוצתן תרמה כ-41%, ודלתא גליל ופרטנר תקשורת תרמו כ-10% וכ-9%. במהלך החודשים ינואר-פברואר חלקם של מנפיקים מקבוצת Aa.il במגזר העסקי שאינו נדל"ן ובינוי עמד בקירוב על כ-81% וכ-86%, בהתאמה (לעומת כ-33% בשנת 2018 כולה), ואילו בחודש מרץ נעדרו מההנפקות מנפיקים בקבוצת דירוג ז, ומנפיקים מקבוצת ה-A.il תרמו כ-92% מהערך הנקוב, ואת היתר תרמו מנפיקים ללא דירוג. ייתכן כי בדומה לסקטור הנדל"ן, מנפיקים בדירוגים בינוניים בוחרים שלא להשהות יותר את גישתם לשוק האג"ח הקונצרני, ולא מן הנמנע כי ריכוזיות ההנפקות בידי מנפיקים בדירוגים גבוהים תרד, ועמה איכות האשראי בהנפקות.

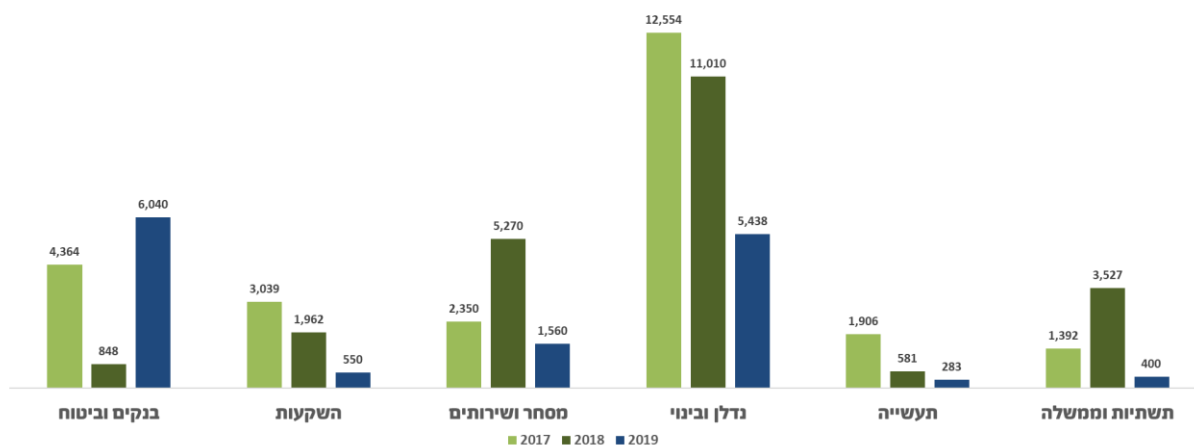
הגידול בהיצע האשראי לעסקים גדולים מצד הבנקים בישראל מחליף באופן חלקי את הגיוסים הקונצרניים על פי נתוני הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל³, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 גדלה יתרת האשראי הבנקאי לעסקים גדולים בישראל (לפני הפרשה לחומ"ס) בכ-25 מיליארד ש"ח, זאת בהמשך לגידול של כ-10 מיליארד ש"ח בשנת 2017. במקביל, הגידול ביתרת האג"ח הסחיר של תאגידים עסקיים בישראל (קרי ללא המוסדות הפיננסיים) נאמד על פי נתוני בנק ישראל בכ-13 מיליארד ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 (מעל מחצית מכך נרשם ברבעון הראשון של שנת 2018). בהשוואה לאומדן גידול נטו של כ-17 מיליארד ש"ח בכל שנת 2017⁴. היצע האשראי לעסקים גדולים מצד הבנקים מהווה במידה חלקית, תחליף לגיוס חוב קונצרני בידי תאגידים עסקיים בתחומי הנדל"ן והבינוי, המסחר, התעשייה והשירותים. הנתונים לעיל עשויים להצביע על כך כי נגישות התאגידים העסקיים לאשראי בנקאי עלתה ברבעונים האחרונים, בחלקו על חשבון גיוס חוב בשוק הקונצרני.

הנפקות הסקטור הפיננסי הסתכמו בכ-6.0 מיליארד ש"ח ע.ג., נמוך מהרבעון הקודם ברבעון הראשון לשנת 2019 הסקטור הפיננסי השלים הנפקות בהיקף של כ-6.0 מיליארד ש"ח ע.ג., נמוך מהרבעון הרביעי לשנת 2018 שבו גויסו על ידי הסקטור הפיננסי כ-7.6 מיליארד ש"ח ע.ג. לעומת זאת, ברבעון הראשון לשנת 2018, הסקטור הנפיק רק כ-0.8 מיליארד ש"ח ע.ג. הסקטור מתאפיין במיעוט מנפיקים - את 6.0 המיליארד שבהם הסתכם הרבעון הנפיקו רק 4 מנפיקים לאורך הרבעון כולו, מהם כ-56% הנפיק בנק לאומי וכ-38% הנפיק בנק הפועלים. למעט הכשרה חברה לביטוח, אשר תרמה כ-0.6% מהנפקות הרבעון, גופים פיננסיים שאינם בנקים לא השתתפו בהנפקות כלל - תמונת ראי לרבעון הראשון 2018, בו כל ההנפקות בוצעו על ידי חברות ביטוח ובתי השקעות, ללא השתתפות בנקים.

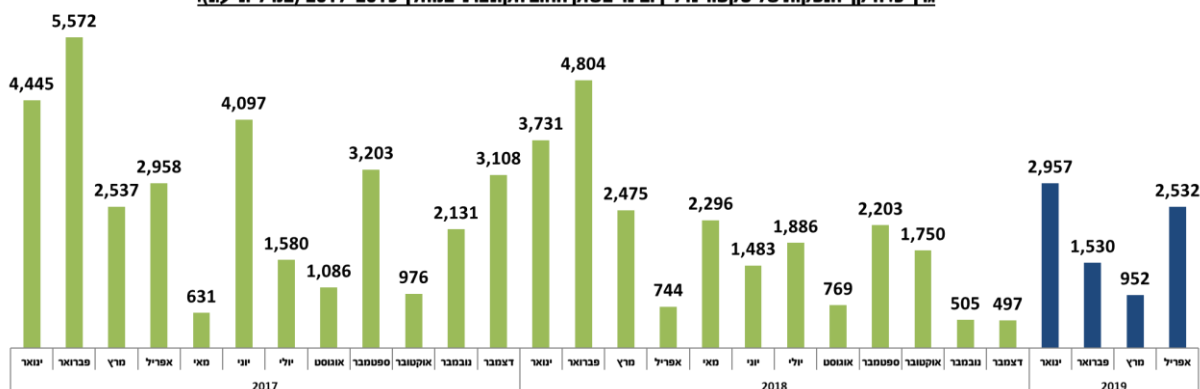
³ בנק ישראל, המפקח על הבנקים: מידע שוטף ומידע שנתי על התאגידים הבנקאיים: יתרת האשראי לציבור לפי מגזרים פיקוחיים לפני הפרשה להפסדי אשראי.

⁴ בנק ישראל: התפתחות החוב של המגזר הפרטי הלא-פיננסי: החוב העסקי - אומדן שינוי כמותי.

גרף 4: התפלגות הנפקות לפי תחומים עיקריים, ינואר-מרץ 2019 מול ינואר-מרץ 2018 ומול ינואר-מרץ 2017 (במיליוני ע"ג):

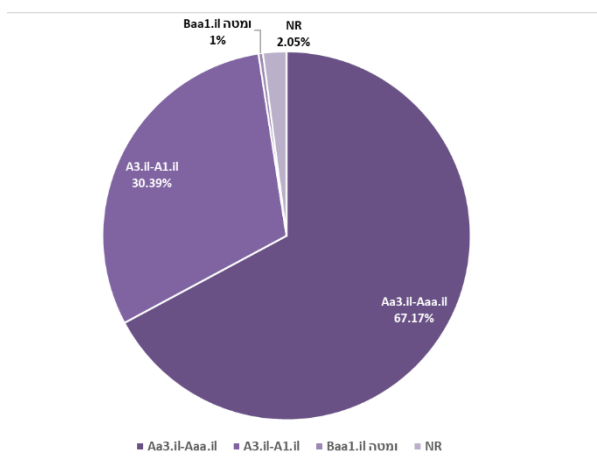


גרף 5: היקף הנפקות של סקטור נדל"ן ובינוי בשוק החוב הקונצרני במהלך 2017-2019 (במיליוני ע"ג):

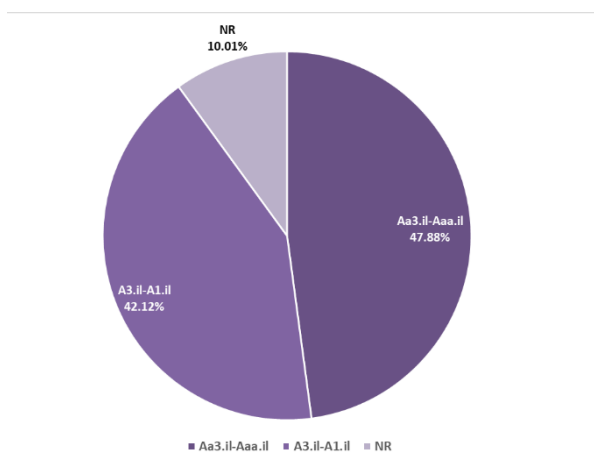


דירוגים גבוהים ממשיכים להחזיק בחלק הארי בהיקף הגיוסים, אך חודש מרץ דילל את איכות האשראי. דירוגים גבוהים בקבוצת ה-Aa.ii המשיכו להיות אחראיים לעיקר הערך הנקוב שהונפק הרבעון (בניכוי מוסדות פיננסיים), עם כ-67% מכלל הערך הנקוב שהונפק, לעומת כ-69% בינואר וכ-75% בחודש פברואר, ו-48% בלבד במרץ. חודש מרץ הציג השתתפות מחודשת של מנפיקים בדירוגים בינוניים בקבוצת ה-Aa.ii וכן נוכחות מסוימת של מנפיקים ללא דירוג - חלקם של דירוגי מקבוצת ה-Aa.ii מהנפקות הרבעון היה כ-42%, לעומת כ-28% בלבד בחודשים ינואר-פברואר. לא מן הנמנע כי סגירת המרווחים וירידת התשואות בשוק האג"ח שנצפתה בחודש מרץ, משרת על כך שהשוק, לאחר שנרגע מפתחת המרווחים של סוף 2018, יחזור לגלות פתיחות כלפי מנפיקים קטנים יותר ובדירוגים שמתחת לקטגוריות Aa3.ii ומעלה.

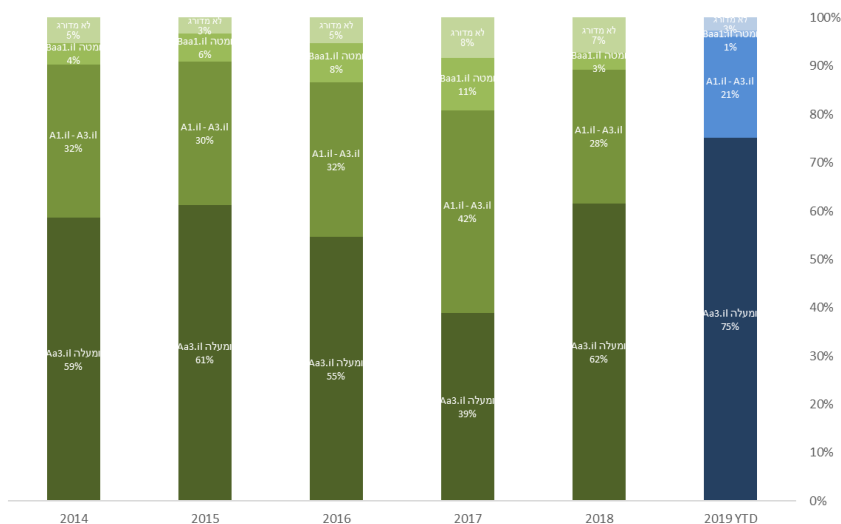
גרף 7: פילוח ההנפקות במונחי עג לפי איכות האשראי, רבעון ראשון 2019 (בניטרול הנפקות בנקים וחברות ביטוח)



גרף 6: פילוח ההנפקות במונחי עג לפי איכות האשראי, חודש מרץ 2019 (בניטרול הנפקות בנקים וחברות ביטוח)



גרף 8: פילוח ההנפקות במונחי עג לפי איכות האשראי, בשנים 2014-2019



© 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 וכאולה 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 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.

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 ביועץ 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 פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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>