

ניתוח נתוני אג"ח קונצרני סחיר

דוח מיוחד | אוקטובר 2008

מחברים:

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

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

איש קשר:

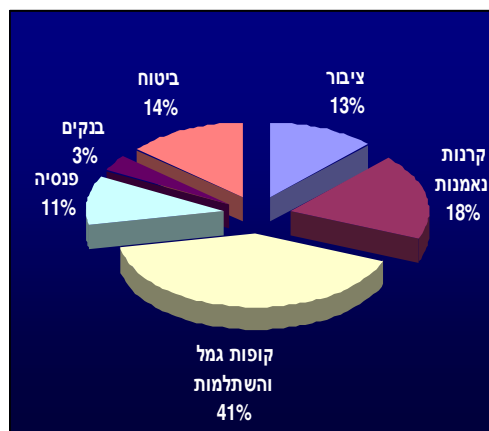
אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

ניתוח נתוני אג"ח קונצרני סחיר

על פי נתוני בנק ישראל, מהווים האג"ח הפרטיות (שאינן ממשלתיות) בישראל כ-13% מסך תיק הנכסים של הציבור נכון לסוף שנת 2007, או כ-273.8 מיליארד ש"ח משווי תיק כולל של כ-2,106 מיליארד ש"ח (הנתונים במונחי שווי שוק). סכום זה כולל אג"ח קונצרני סחיר ששווי השוק שלו לסוף שנת 2007 נאמד בכ-155 מיליארד ש"ח, אג"ח קונצרני לא סחיר שערכו נאמד בכ-80 מיליארד ש"ח, והיתר אג"ח מובנות. האג"ח הסחיר כולל, נוסף לסדרות הציבורית, אג"ח שהונפק למשקיעים מוסדיים, ונסחר ברצף המוסדיים. האג"ח הלא סחיר הינו סדרות שהונפקו למשקיעים מוסדיים ואחרים, ואינן רשומות למסחר ברצף המוסדיים

התפלגות אחזקות אג"ח קונצרני סחיר - 31.12.2007

מקור: בנק ישראל



מטרת נייר זה הינה לנתח את נתוני אג"ח הקונצרני הסחיר, שיתרתו לחודש ספטמבר 2008 במונחי ערך נקוב הינה כ-211 מיליארד ש"ח. יש להדגיש כי יתרה זו הינה במונחי ערך נקוב (ולא שווי שוק), וכן אינה כוללת הצמדה (בסדרות הצמודות) ותשלומי ריבית. נציין כי מעל 90% מאג"ח הקונצרניות צמודות למדד המחירים לצרכן וכי תשלומי ריבית לשנה קדימה צפויים להסתכם בכ-10 מיליארד ש"ח.

הניתוח להלן אינו כולל אג"ח קונצרני שאינו סחיר, שיתרתו הינה משמעותית (כשליש מהאג"ח הקונצרני ללא אג"ח מובנות) שכן מרביתו הונפק באמצעות הנפקות פרטיות. בנוסף, הנתונים להלן כוללים אג"ח חברות בלבד, ללא אג"ח מובנה ומכשירים פיננסיים כגון מוצרים מדדיים ותעודות פיקדון.

הנתונים מבוססים על מערכת מגמה ועיבודים של כלכלני מידרוג.

להלן ריכוז הממצאים העיקריים ולצדם לוחות וגרפים המרכזים את הנתונים הבולטים:

מרבית הערך הנקוב הסחיר מדורג

סך הערך הנקוב של האג"ח הסחיר לחודש ספטמבר 2008 עומד על כ- 211 מיליארד ש"ח במסגרת כ-708 סדרות אג"ח. מתוך ערך נקוב זה, כ-87% מדורג על ידי אחת מחברות הדירוג בישראל או שתיהן. יתר הערך הנקוב אינו מדורג.

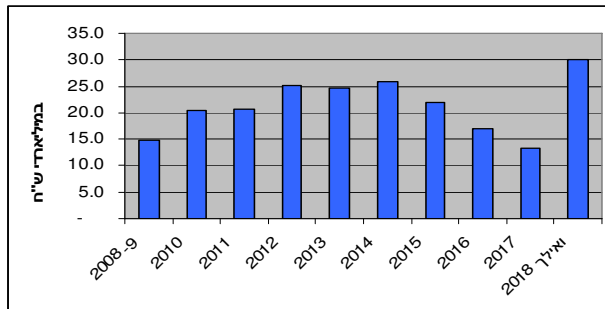
עיקר פירעונות לקרן צפוי לאחר שנת 2009, ועומס פירעונות הקרן גדל לקראת שנת 2012

עד סוף שנת 2009 מתוכנן להיפרע כ-7% מסך הערך הנקוב לספטמבר 2008, ובשנת 2010 - 10% נוספים. כך, עד סוף שנת 2010 צפויים להיפרע כ-35 מיליארד ש"ח ערך נקוב. עד סוף שנת 2013 עומדים לפירעון כ-105 מיליארד ש"ח סך הכל (כ-50% מסך הערך הנקוב). המחצית הנתרת נפרעת לאחר שנת 2013 ובעיקר עד שנת 2018. עומס הפירעונות עולה לקראת 2012 ועד שנת 2014 - באותן שנים צפויים להיפרע כ-25 מיליארד ש"ח בממוצע בכל שנה.

| סך האג"ח הסחיר - נתונים כלליים (במיליארדי ש"ח) | | | | | | | |
|--|------|------|------|----------------|--------------------|---------------|------------------|
| ערך נקוב לפדיון | | | | | יתרת ע.נ. 09/08 | מס' סדרות | |
| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2008- *2009 | | | |
| 24.5 | 25.2 | 20.2 | 20.5 | 14.5 | 210.5 (100%) | 708 (100%) | סה"כ אג"ח |
| 21.1 | 20.7 | 15.5 | 16.3 | 10.9 | 183.2 (87%) | 423 (60%) | מדורג |
| 3.4 | 4.5 | 4.7 | 4.2 | 3.6 | 27.4 (13%) | 285 (40%) | לא מדורג |

* החל מחודש ספטמבר 2008

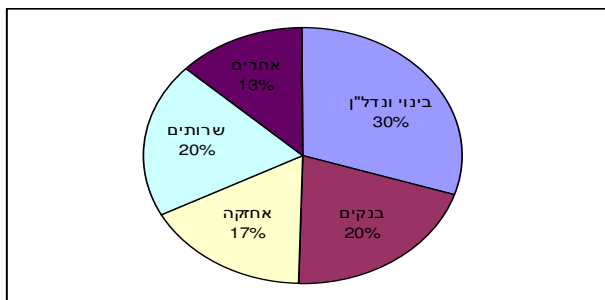
להלן התפלגות פירעונות קרן סך האג"ח הסחיר החל בחודש ספטמבר 2008:



כ- 30% מהערך הנקוב הינו אג"ח נדל"ן ובינוי - חלק גדול ממנו שימש להשקעות של חברות ישראליות בחו"ל

סך הערך הנקוב של סדרות האג"ח הסחירות בענף הנדל"ן והבינוי עומד על כ-64.4 מיליארד ש"ח המהווים כ-30.6% מסך הערך הנקוב הסחיר. הענף המובחר הבולט אחרי הנדל"ן הינו הבנקים עם כ-20.6% מהערך הנקוב וחברות אחזקה והשקעה עם כ-15.4%. ענף השירותים, הכולל מגוון תתי ענפים, מהווה כ-20%, עם בולטות לענפי התקשורת, החשמל והאנרגיה וכן ליסינג רכב.

התפלגות אג"ח סחיר לחודש ספטמבר 2008 (במונחי ערך נקוב) לפי ענפים בולטים, באחוזים



| סך האג"ח הסחיר - התפלגות לפי ענפים (במיליארדי ש"ח) | | | | | | | |
|--|------|------|------|-----------|--------------------|------------|--------------|
| ערך נקוב לפדיון | | | | | יתרת ע.ב. 09/08 | מספר סדרות | ענף |
| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009-2008 | | | |
| 7.8 | 9.0 | 8.1 | 6.8 | 4.3 | 64.4 | 291 | בינוי ונדל"ן |
| 4.1 | 1.8 | 1.5 | 4.5 | 4.0 | 43.3 | 77 | בנקים |
| 4.4 | 4.5 | 3.0 | 3.1 | 1.8 | 32.5 | 103 | אחזקה והשקעה |
| 5.0 | 6.6 | 4.2 | 3.9 | 2.7 | 42.4 | 80 | שירותים* |

* כולל בעיקר: תקשורת, חברת חשמל, אנרגיה ורכב

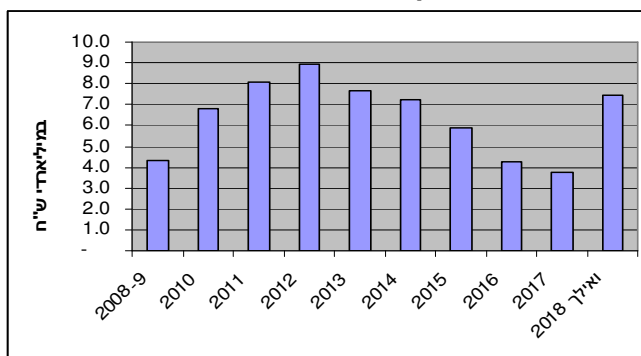
כ-80% מהערך הנקוב המיוחס לענף הנדל"ן והבינוי מדורג על ידי אחת מחברות הדירוג הישראליות או שתיהן. ואולם, פחות ממחצית הסדרות בענף זה מדורגות. משמעות הנתון היא כי הסדרות הגדולות יחסית, וממילא הלווים הגדולים - מדורגים.

| ענף | מספר סדרות | שיעור סדרות מדורגות | שיעור חוב מדורג |
|----------------|------------|---------------------|-----------------|
| סה"כ אג"ח סחיר | 708 | 60% | 87% |
| בינוי ונדל"ן | 291 | 47% | 80% |
| אחזקות והשקעות | 103 | 67% | 88% |
| בנקים | 77 | 100% | 100% |
| שירותים | 80 | 69% | 87% |

עומס פירעונות קרן של ענף הנדל"ן והבינוי גדל בשנים 2011-2013

כך, החל בספטמבר 2008 ועד סוף שנת 2009 מתוכננים להיפרע כ-7.5% בלבד מהערך הנקוב שהם כ-4.3 מיליארד ש"ח. בשנת 2010 מתוכננים להיפרע כ-10.5% נוספים מהערך הנקוב בענף (כ-6.8 מיליארד ש"ח), ואילו בין השנים 2011-2013 צפויים להיפרע כ-12.5% מהערך הנקוב מדי שנה בממוצע (כ-8.0 מיליארד ש"ח ערך נקוב). מסך יתרת הערך הנקוב בענף, כ-80% (כ-51 מיליארד ש"ח) מדורג וכ-20% (כ-13 מיליארד ש"ח) לא מדורג.

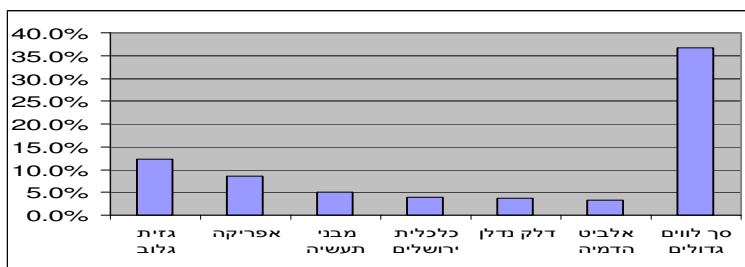
לוח פירעונות אג"ח נדל"ן ובינוי



מידת ריכוזיות הלווים של ענף הנדל"ן הינה גבוהה, אך נמוכה מזו של ענף אחזקות והשקעות

הלווים הגדולים בענף הנדל"ן והבינוי (מעל 3.0% מהערך הנקוב ללווה אחד) מרכזים כ-37% מהערך הנקוב של האג"ח הסחירות בענף לחודש ספטמבר 2008, ובמונחי ערך נקוב: כ-23.7 מיליארד ש"ח. שתי הקבוצות הבולטות הינן גזית גלוב (כ-12.3% מהערך הנקוב) וקבוצת אפריקה ישראל (כ-8.6%). הקבוצות הבאות אחרי שתי אלו, נמוכות משמעותית: מבני תעשייה (4.9%), כלכלית (3.9%), דלק נדל"ן (3.7%) ואלביט הדמיה (3.3%).

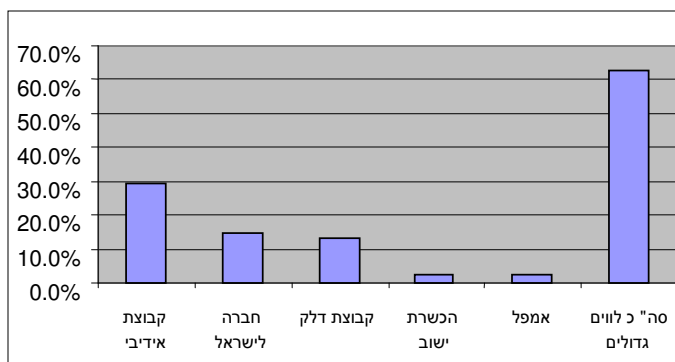
הלווים הגדולים בענף נדל"ן ובינוי (במונחי ערך נקוב)



ריכוזיות גבוהה בענף חברות האחזקה: שלוש הקבוצות הגדולות מרכזות כשני שלישי מהערך הנקוב הסחיר

יתרת הערך הנקוב הסחיר של חברות אחזקה והשקעה לחודש ספטמבר 2008 הינה כ-32.5 מיליארד ש"ח, מכך כ-62.5% מרוכזים בידי שלוש קבוצות גדולות - הגדולה שבהן הינה קבוצת אידיבי עם כ-29% מהערך הנקוב, אחריה בפער ניכר החברה לישראל עם כ-15% והשלישית הינה קבוצת דלק (ללא דלק נדל"ן) עם כ-13.0%. בדומה לענף הנדל"ן, מרבית האג"ח הסחירות מדורגות (כ-88% מהערך הנקוב). כ-5.4% בלבד מהערך הנקוב (כ-1.8 מיליארד ש"ח) מתוכננים להיפרע עד סוף שנת 2009. עיקר עומס הפירעונות הינו בין השנים 2012-2014, בהן צפוי להיפרע כ-12.6% מהערך הנקוב במוצע לשנה (כ-4.1 מיליארד ש"ח).

הלווים הגדולים בענף אחזקות והשקעות (במונחי ערך נקוב)



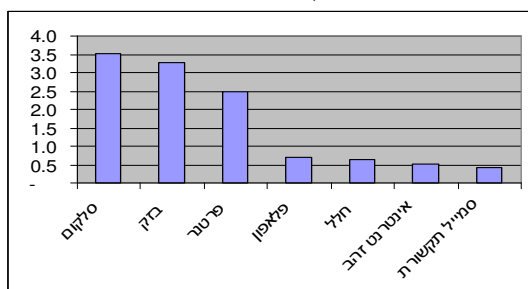
שלושת הבנקים הגדולים מרכזים כ-80% מהערך הנקוב

כאמור לעיל, הבנקים מחזיקים חלק נכבד מהאג"ח הסחיר, המורכב ברובו מכתבי התחייבות נדחים, עם כ-43.3 מיליארד ערך נקוב לחודש ספטמבר 2008. כתבי ההתחייבות הנדחים של הבנקים מדורגים כולם. בנק הפועלים מרכז כ-30% מהערך הנקוב בענף, בנק לאומי כ-27% נוספים ובנק דיסקונט כ-22%. פרישת לוח הפירעונות של כתבי ההתחייבות הנדחים הינה שטוחה יחסית, נוכח מחזורי החוב השוטפים של הבנקים לצורך גיוס הון משני. עם זאת, ניכרים שיאי פירעון בשנים 2010 (כ-4.5 מיליארד ערך הנקוב) ובשנים 2013-2016 (כ-5.2 מיליארד ש"ח ערך נקוב בממוצע מדי שנה).

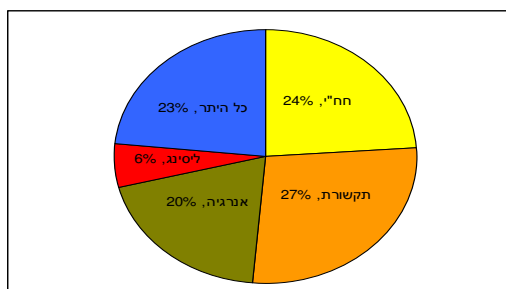
ענף השירותים מונה חברות תקשורת וחברת חשמל

סך הערך הנקוב בענף השירותים לחודש ספטמבר 2008 הסתכם בכ-42.4 מיליארד ש"ח, מרביתם (כ-87%) מדורגים. הענף מאופיין בעומס פירעונות גבוה יחסית בשנים 2012-2014 בהם מתוכנן להיפרע כ-14% מהערך הנקוב בענף בכל שנה בממוצע (כ-6.0 מיליארד ש"ח לשנה בממוצע). ענף השירותים כולל תחתיו מספר תתי ענפים, תוך פיזור בינוני. בתוך כך, ניכרת בולטות לענפי התקשורת, חברת חשמל, חברות הדלק והאנרגיה וענף הליסינג. בתוך ענף התקשורת בולטות סלקום, בזק ופרטנר המרכזות כ-80% מהערך הנקוב הסחיר בענף התקשורת וכ-22% מסך ענף השירותים.

ענף התקשורת: התפלגות ערך נקוב לפי מנפיקים בולטים, במיליארדי ש"ח



ענף שירותים: התפלגות הערך הנקוב לפי תתי ענפים באחוזים





דו"ח מספר: CSR011008000M

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") 2008.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.