

סיכום הפעילות בשוק האג"ח הקונצרני

דוח מיוחד | דצמבר 2018

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 למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

יואב שניידר, אנליסט

yoav.schneider@midroog.co.il

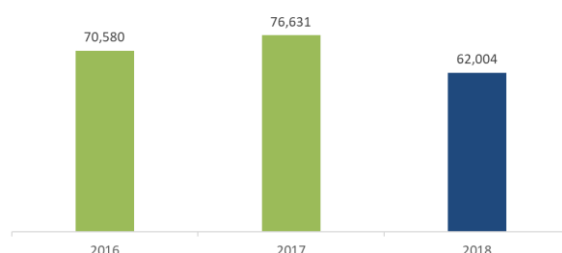
סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

הנפקות אגח קונצרניות בשנת 2018: סיכום מגמות עיקריות

- שנת 2018 מציגה צינור מסוים בפעילות שוק האג"ח הקונצרני, לנוכח פתיחת מרווחים ותגודתיות בשוקי ההון העולמיים.** סך הגיוסים של אג"ח קונצרניות בישראל במהלך שנת 2018 הסתכם בכ- 62 מיליארד ₪ ערך נקוב, ירידה חדה בהשוואה לכ- 77 מיליארד ערך נקוב בשנת 2017 ולכ- 70 מיליארד בשנת 2016. מדובר בירידה בכ- 19% לעומת שנת 2017. גיוס האג"ח בוצע בידי כ- 141 מנפיקים שונים בדומה לשנה הקודמת (כ-141). הירידה בהיקף הגיוסים לעומת השיאים שנצפו בשנת 2017, נובעת להערכתנו מהשילוב בין הגדלת היצע האשראי הבנקאי והלא-בנקאי למגזר העסקי, לבין ירידה באטרקטיביות הנפקת אג"ח על רקע פתיחת המרווחים בשוק החוב, בד בבד עם הציפיות לעלויות ריבית, ועליית תשואות חדה יחסית בקרב חברות נדל"ן זרות.

גיוסי אג"ח קונצרני שנתיים במהלך 2016-2018, במיליוני ש"ח עג.



גיוסי אג"ח קונצרני חודשיים במהלך 2016-2018, במיליוני ש"ח עג.

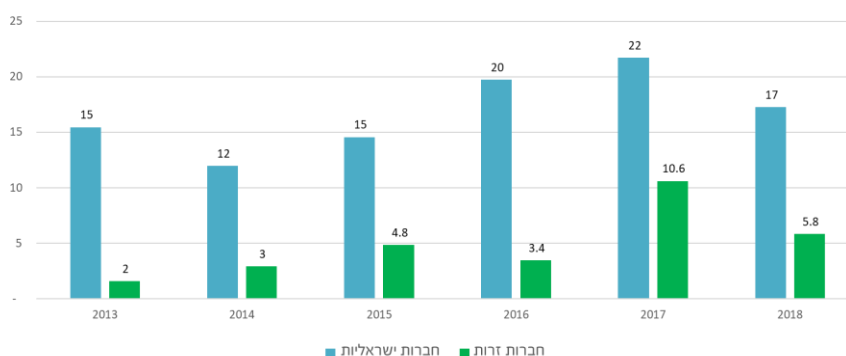


- המנפיקות הממשלתיות והבנקים כיכבו בהנפקות השנה - חברות האחזקה נשארו מאחור.** המגמות הבולטות בתמהיל ההנפקות בשנת 2018 הינן גידול חד של כ-105% לעומת 2017 בהיקף ההנפקות בסקטור התשתיות הממשלתיות, ובסקטור הפיננסים - כ-13% מהערך הנקוב לעומת כ-5% בשנה שעברה. לצידם, סקטור הנדל"ן ריכז את מרבית הפעילות במונחי ערך נקוב (כ-38% מהערך הנקוב, יותר מכל סקטור אחר) ובמונחי מספר מנפיקים (55% מכלל המנפיקים). ענף האנרגיה אמנם סיפק את המנפיקה החמישית בגודלה השנה, תמר פטרוליום עם כ-1.9 מיליארד ערך נקוב, אך היווה שיעור

קטן יותר מהיקף הגיוסים בהשוואה לשנה הקודמת, וכן נצפתה ירידה בהיקפי גיוסי ענף התקשורת מכ-5% לכ-3% מערך הנקוב שגויס. שינוי משמעותי יותר חל בהיקף גיוסי חברות האחזקה, אשר הנפיקו כ-11% מהערך הנקוב בשנת 2017, אך בשנת 2018 הנפיקו כ-5% בלבד. חברות תעשייה היוו כ-2% בלבד מהיקף הנפקות השנה, לעומת 5% בשנת 2017.

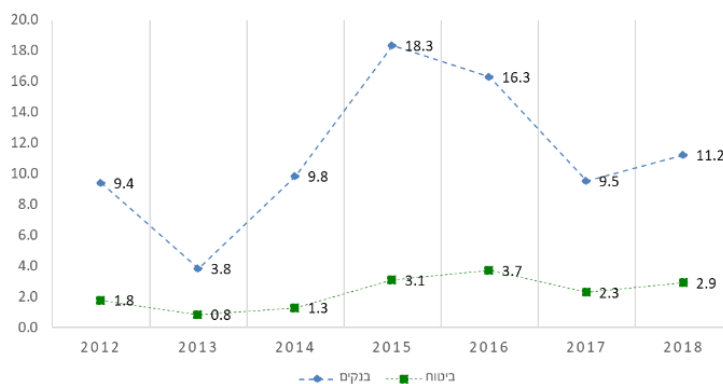
- היקף הנפקות הנדל"ן הזרות צנח בשיעור חד יותר מכלל סקטור הנדל"ן.** סקטור נדל"ן ובינוי גייס בשנת 2018 אג"ח קונצרניות בהיקף של כ-23 מיליארד ערך נקוב, ירידה חדה של 29% לעומת היקף של כ-32 מיליארד שגויסו בסקטור הנדל"ן בשנת 2017, ודומה להיקף של כ-24 מיליארד בשנת 2016. חברות הנדל"ן הזרות הציגו ירידה של כ-42% בהיקף גיוסיהן השנה עם כ-6 מיליארד ערך נקוב, לעומת כ-10 מיליארד בשנת 2017. במונחי ערך נקוב, 80% מהנפקות חברות הנדל"ן הזרות בוצעו במחציתה הראשונה של 2018, כך שעיקר הירידה היא במחצית השנייה של 2018. מידרוג מייחסת ירידה זו לירידה באטרקטיביות הגיוס בארץ עבור חברות הנדל"ן הזרות, בשל עליית תשואותיהן במהלך שנת 2018. מידרוג מייחסת עליית תשואות זו לסנטימנט שלילי של השוק כלפי קבוצת מנפיקות זו על רקע ידיעות שהתפרסמו בנושא ממשל תאגידי בעייתי בחלק מהמנפיקות, לצד תמורות בזרימת כספי המשקיעים מן הציבור. לצד זאת, עליית ריביות ותנודתיות בשווקי ההון בארה"ב ובעולם תרמה אף הן לעליית התשואות. ייאמר עוד כי אם במהלך השנה ניתן היה לסבור כי פרופיל האיכות של המנפיקות החדשות מקרב הזרות הלך ונשחק במידה שהקשתה על השוק לספוג הנפקות נוספות בתחום זה, הרי שכיום נדמה שהשוק בררני במידה רבה גם כלפי מנפיקות זרות באיכות אשראי גבוהה יחסית.

היקף גיוסי חברות נדל"ן מקומיות וזרות, מיליארדי ש"ח ערך נקוב



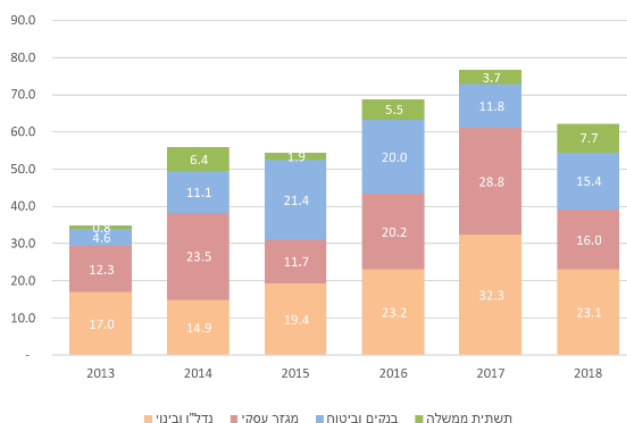
- עלייה בהיקף גיוסי הסקטור הפיננסי, בהשפעת הנפקת סדרות על ידי לאומי קארד.** המוסדות הפיננסיים גייסו בשנת 2018 כ-15.4 מיליארד ערך נקוב, לעומת כ-11.8 בשנת 2017. מתוך סך זה, כ-11 גיוסו על ידי בנקים, כ-2.9 גיוסו על ידי חברות ביטוח, ועוד כ-1.3 גיוס על ידי חברת לאומי קארד, אשר גייסה לראשונה עצמאית מבנק לאומי על רקע הפרדתה ממנו, ובכך תרמה לגידול של כלל גיוסי הסקטור הפיננסי, בכ-30% לעומת שנת 2017. את גיוסי הבנקים הובילו בנק הפועלים ובנק לאומי, אשר גייסו כ-54% וכ-19% מהערך הנקוב שגייסו הבנקים, בהתאמה. לעומת זאת, בשנת 2017, הפועלים ולאומי לא גייסו כלל ובנק מזרחי טפחות גייס כ-73% מכלל הערך הנקוב שגויס על ידי בנקים (או כ-6.9 מיליארד מתוך כ-9.5 בשנת 2017). העלייה בחלקם של שני הבנקים הגדולים השנה נובעת מהתמורות במבנה ההון של הבנקים אשר אפשרה את שובן לזירת הגיוסים. השנה הבנקים (וכן לאומי קארד) הציגו עלייה בהיקף של אג"ח COCO מתוך הגיוסים, כ-3.7 מיליארד ערך נקוב מתוך כ-12.4 מיליארד (גיוסי הבנקים ולאומי קארד), כ-30%, לעומת 2.2 מיליארד מתוך 9.5 מיליארד בשנת 2017, כ-23%.

היקף גיוסי אג"ח בסקטור הפיננסי 2007-2018, במיליארדים ערך נקוב



* מקור: נתוני הבורסה לני"ע ועיבודי מידרוג

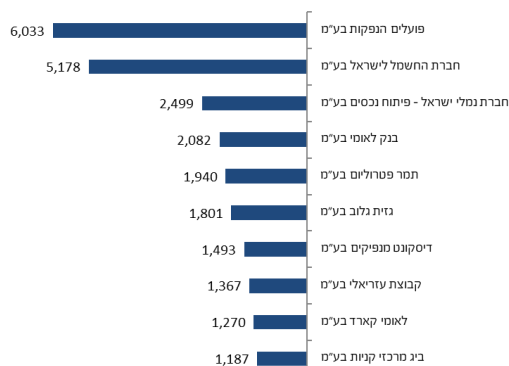
גיוסי אג"ח קונצרניות לפי סקטורים ראשיים 2013-2018, במיליארדים ערך נקוב



* מקור: נתוני הבורסה לני"ע ועיבודי מידרוג

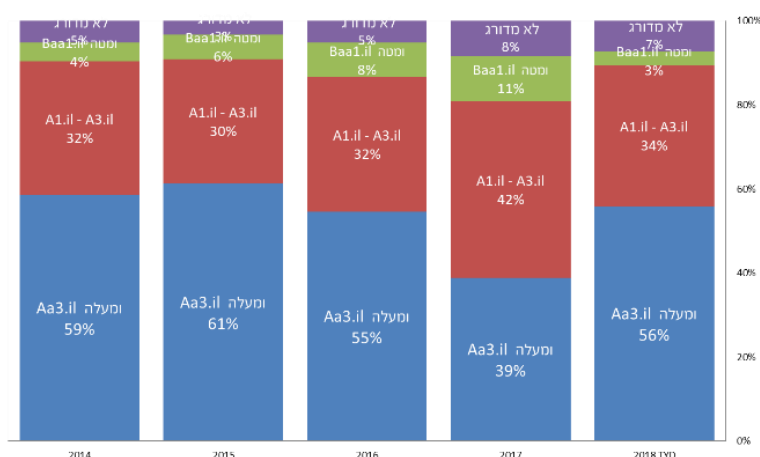
- עלייה בריכוזיות ההנפקות, על חשבון מנפיקים בדירוגים נמוכים.** חלקם של 10 המנפיקים הגדולים מסך ההנפקות בשנת 2018 היווה כ-40% (כ-24 מיליארד ₪), עלייה לעומת שנת 2017 (כ-35%), ובדומה לשנת 2016 (כ-41%). העלייה בריכוזיות ההנפקות הינה תוצר של ירידה בהיקף ההנפקות הכללי, תוך שמירה בקירוב על מספר המנפיקים, לצד שובם של שני הבנקים הגדולים להנפקות בשוק החוב בליווי הנפקות בהיקף משמעותי של לאומי קארד ושל דיסקונט, וכן הנפקות גדולות יחסית של שתי חברות תשתית ממשלתיות, חברת החשמל (אשר גייסה כ-5.2 מיליארד ערך נקוב) וחברת נמלי ישראל (כ-2.5 מיליארד ערך נקוב). אל ששת המנפיקים הנזכרים מצטרפות שלוש חברות נדל"ן, ורק חברה אחת מהמגזר העסקי הלא-פיננסי. תמר פטרוליום. להערכת מידרוג, ירידה בתיאבון הסיכון של השוק מוביל לאטרקטיביות נמוכה יותר עבור מנפיקים קטנים ועבור מנפיקים בדירוגים נמוכים יותר בהשוואה לשנת 2017. בהתאם לכך, היקף ההנפקות של מנפיקים בדירוג Aa3.il עלה מכ-39% בשנת 2017 לכ-56% מהערך הנקוב, ומ-18% ממספר המנפיקים בשנת 2017 לכ-23% מהמנפיקים בשנת 2018.

עשרת המנפיקים הגדולים של אג"ח קונצרניות בשנת 2018, במיליוני ערך נקוב



* מקור: נתוני הבורסה לני"ע ועיבודי מידרוג.

התפלגות הערך הנקוב שהונפק על פי קבוצת דירוג ראשית: 2014-2018

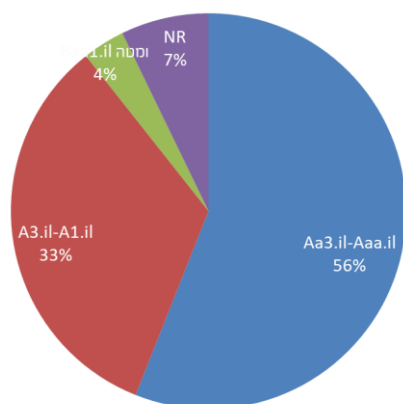


* מקור: נתוני הבורסה לני"ע ועיבודי מידרוג.

- מרבית החוב שהונפק אינו מובטח בשעבודים ספציפיים - לרבות בענף נדל"ן ובינוי.** כ-32% מערך הנקוב שהונפק בסקטורים העסקיים (קרי, בניטרול ערך נקוב שהונפק בידי מוסדות פיננסיים ובנטרול חברות תשתית ממשלתיות) הובטח בשעבודים מטריאליים מסוגים שונים, ואילו כ-68% מהערך הנקוב לא נשא שעבוד ספציפי, אלא בעיקר שעבוד שלילי בלבד, בדומה להתפלגות בשנה שעברה. כ-48% מהחוב המובטח בשעבוד ספציפי הונפק בסקטור נדל"ן ובינוי, אולם זה מהווה כ-31% בלבד מהחוב שהונפק בסקטור זה, ואילו יתר החוב נשא שעבוד שלילי בלבד (66%) או ללא שעבוד כלל (כ-3%). השעבודים בסקטור נדל"ן ובינוי הנם מאיכויות שונות, החל משעבוד ראשון בדרגה על נכסי נדל"ן ועד לשעבוד על מניות בחברות נכס או עודפים בפרויקטים יזמיים. שעבודים ספציפיים הועמדו גם במרבית ההנפקות בסקטור חיפושי גז ונפט (בעיקר שעבוד זכויות גז ונפט), בענף הליסינג התפעולי (שעבוד ראשון בדרגה על כלי רכב) ובסקטור חברות האחזקה וההשקעה (שעבוד מניות סחירות של חברות מוחזקות). מכלל ההנפקות בשנת 2018, רק 12% הונפקו ללא שעבוד מטריאלי וללא שעבוד שלילי.

¹ בניכוי הנפקה בת מיליארד דולר ערך נקוב שהונפקה ללא דירוג מקומי על ידי חברת החשמל לישראל במהלך פברואר 2018, אך נשאה דירוג בינלאומי.

פילוח איכות האשראי בהנפקות השנה



- שיפור באיכות אשראי המנפיקים, על אף עלייה קלה במספר המנפיקים הלא-מדורגים.² כ-23% מתוך סך המנפיקים בשנת 2018 הנפיקו ללא דירוג, עלייה לעומת שנת 2017 (כ-17%), או 31 מנפיקים בשנת 2018 לעומת 26 בשנת 2017. במונחי ערך נקוב, שיעור החוב שהונפק ללא דירוג היה נמוך במקצת לעומת שנה שעבר (כ-7% לעומת כ-9% בשנת 2017). הנפקות ללא דירוג מאופיינות על פי רוב בהיקפי גיוס נמוכים במונחי ערך נקוב. עם זאת, איכות האשראי שהונפק בשנת 2018 היה גבוה ביחס לשנת 2018,

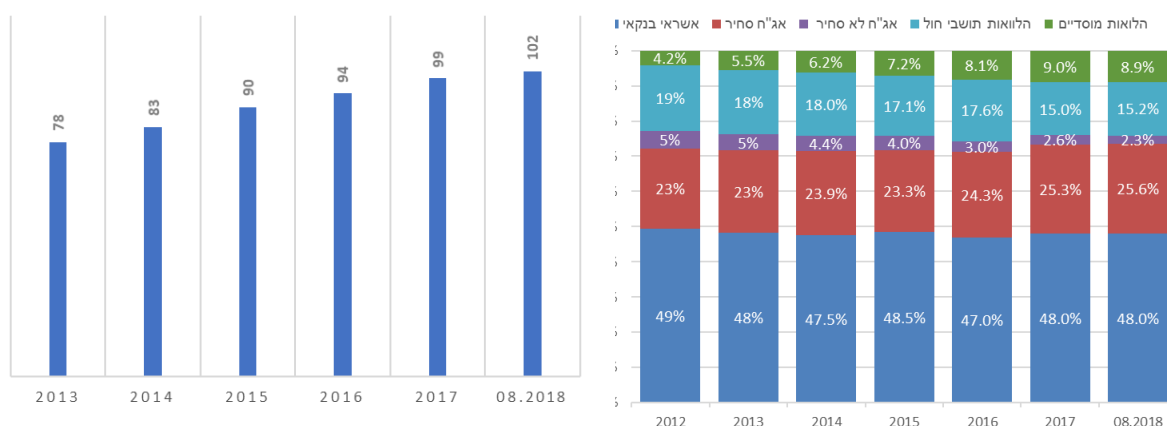
היות שחלקם של מנפיקים בדירוגים גבוהים מאוד של Aa3.il ומעלה היה כ-56% מהערך שהונפק, לעומת 39% בלבד בשנת 2017, ובדומה יותר ל-55% שנצפו בשנת 2016. חלקם של דירוגים נמוכים מקבוצת Baa1.il ומטה צנת, והיווה 3% מהערך הנקוב בלבד, וזאת לעומת 11% בשנת 2017. הדירוג השכיח בקרב המנפיקים היה בשנת 2018 A1.il, גבוה מהשכיח של שנת 2017, A2.il.

² נתוני סעיף זה מוצגים בניכוי הנפקה בת מיליארד דולר ערך נקוב שהונפקה ללא דירוג מקומי על ידי חברת החשמל לישראל במהלך פברואר 2018, אך נשאה דירוג בינלאומי.

מגמות באשראי למגזר העסקי בישראל

יתרת החוב של המגזר העסקי בישראל גדלה בשיעור של 2.5% במהלך שמונת החודשים הראשונים של שנת 2018, על פי אומדני בנק ישראל, וזאת בהמשך לגידול של 5.3% במהלך שנת 2017 כולה, ושיעור של 5.0% בשנת 2016. חלקם של הבנקים במימון החוב למגזר העסקי בישראל נותר ללא שינוי בשיעור של כ-48% לעומת 47% ו-48% בסוף שנת 2017 ובסוף שנת 2018, בהתאמה, ובהשוואה לשיעורים של מעל 50% בתחילת העשור. חלקו של האג"ח הסחיר במימון החוב למגזר העסקי עמד על שיעור של 25.6%, בהשוואה לכ-25.3% וכ-24.3% בשנים 2017 ו-2016 בהתאמה. הלוואות המוסדיים נותרו בשיעור של 8.9%, בדומה ל-9.0% נכון לסוף שנת 2017, לעומת כ-8.1% ב-2016.

התפלגות החוב של המגזר העסקי בישראל לפי מלווים עיקריים, יתרת אג"ח לא סחיר והלוואות לא-בנקאיות למגזר העסקי בישראל, באחוזים (מקור: בנק ישראל) אוגוסט 2018, במיליארדי ₪ (מקור: אומדני בנק ישראל)



© 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 וכאלה 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>