

מרווחים, דירוגים ומה שביניהם

סקירה ו נובמבר 2020

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דיווח 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:

רו"ח עמית פדרמן
אנליסט

amit.federman@midroog.co.il

סופי טוביאקוב

אנליסטית בכירה

sophiet@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

itay.navarra@midroog.co.il

סיכום התפתחויות מתחילת השנה

בחינת המרווחים החיצוניים בשוק האג"ח הקונצרני (המדורג) בישראל לאורך שנת 2020, מראה כי בשבעת החודשים האחרונים, התאפיינו בירידת המרווחים וזאת לאחר פתיחת מרווחים משמעותית שחלה במרץ 2020, עקב סנטימנט שלילי לאורך כל סולם הדירוג על רקע פרוץ משבר הקורונה. למרות זאת, חודש אוקטובר מראה כי המרווחים החיצוניים הממוצעים התאפיינו במרווח גבוה יותר ביחס לינואר 2020, טרם פרוץ משבר הקורונה, לאורך רוב סולם הדירוג הן במגזר השקלי והן במגזר הצמוד, כאשר עוצמת הפתיחה הייתה משמעותית יותר בדירוגים נמוכים יותר. כך, פתיחת המרווחים במגזר השקלי נעה בטווח של עד 205 נקודות בסיס, למעט בדירוגים Aa1.il - ו- Aaa.il אשר התאפיינו ביציבות. במגזר הצמוד, פתיחת המרווחים נעה בטווח של עד 82 נקודות בסיס, למעט בדירוג Aa1.il אשר התאפיין בצמצום מרווחים (תרשים 13).

פתיחת המרווחים לאורך שנת 2020 תמכה בעליית התשואות החיצוניות הן במגזר השקלי לאורך רוב סולם הדירוג והן במגזר הצמוד לאורך כל סולם הדירוג. כך, עלו התשואות לאורך שנת 2020 במגזר השקלי בטווח של עד 192 נקודות בסיס (למעט ירידת תשואות בדירוגים Aa1.il - ו- Aaa.il) ובמגזר הצמוד בטווח שבין 54 ל- 158 נקודות בסיס באותה התקופה. מעבר לפתיחת המרווחים במהלך 2020 חלה ירידה בתשואות עקום הבסיס השקלי (חסר סיכון) לכל אורכו, כאשר תשואות עקום הבסיס הצמוד (חסר סיכון) שיקף מגמה הפוכה של עליית העקום (תרשים 14).

עקום התשואות חסר הסיכון בארה"ב התאפיין מחודש ינואר בירידת תשואות בטווח של עד כ- 146 נקודות בסיס ביחס לחודש ינואר, כאשר חלה עלייה בתלילותו בכ- 47 נקודות בסיס (תרשים 15).
הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווח של 12 חודשים עמדו מתחת לטווח היעד של בנק ישראל¹, ועל שיעור שלילי של כ- 0.4% בחודש אוקטובר לעומת רמה של 1.0% בינואר 2020. טווח הזמן הבינוני-ארוך, התאפיין גם כן במגמת ירידה לאורך השנה, כאשר הציפיות מעוגנות במרכז טווח היעד של בנק ישראל (תרשים 12).

מרווחי החובות הנחותים (אג"ח Coco's) של הבנקים (הבינלאומי, דיסקונט, ירושלים, מזרחי טפחות)² בחודש אוקטובר 2020 התאפיינו בפתיחת מרווחים ביחס לחודש ינואר 2020, כאשר המרווחים של ני"ע אלו שיקפו פרמיית סיכון שנעה בטווח של 1.5% - 3.0% (ממוצע חודש אוקטובר 2020) לעומת טווח ממוצע של 1.0% - 2.1% בינואר 2020. הפער בינם לבין המרווח החיצוני (בממוצע חודשי) של הדירוג שבו דורגו שיקף לאורך השנה סיכון גבוה יותר ביחס לדירוג החיצוני שבו דורגו (למעט בבנק ירושלים) (תרשים 16).
בבחינת ההתפלגות הגיאוגרפית של המרווחים הממוצעים לפי קבוצות דירוג בחודש אוקטובר 2020 למול חודש ינואר באותה השנה, נראה כי ברמות הדירוג הגבוהות, פער המרווחים בין החברות המקומיות (אג"ח קונצרני שקלי בלבד) לחברות בארה"ב ואירופה נותר מתון יחסית (כאשר הדירוג שלהן גלובאלי ביחס לדירוג המקומי) וככל שרמת הדירוג יורדת נפתח פער משמעותי במרווחים (תרשים 19).

בבחינת תנודתיות התשואות (פער הריביות) ב-12 החודשים האחרונים ניכר כי התנודות המשמעותיות ביותר נמצאו ברובן בחברות מענף הנדל"ן ובהן חברות אמריקאיות, כאשר ברוב התצפיות התשואה עלתה משמעותית בהשוואה לשנה הקודמת (תרשימים 17 ו-18).

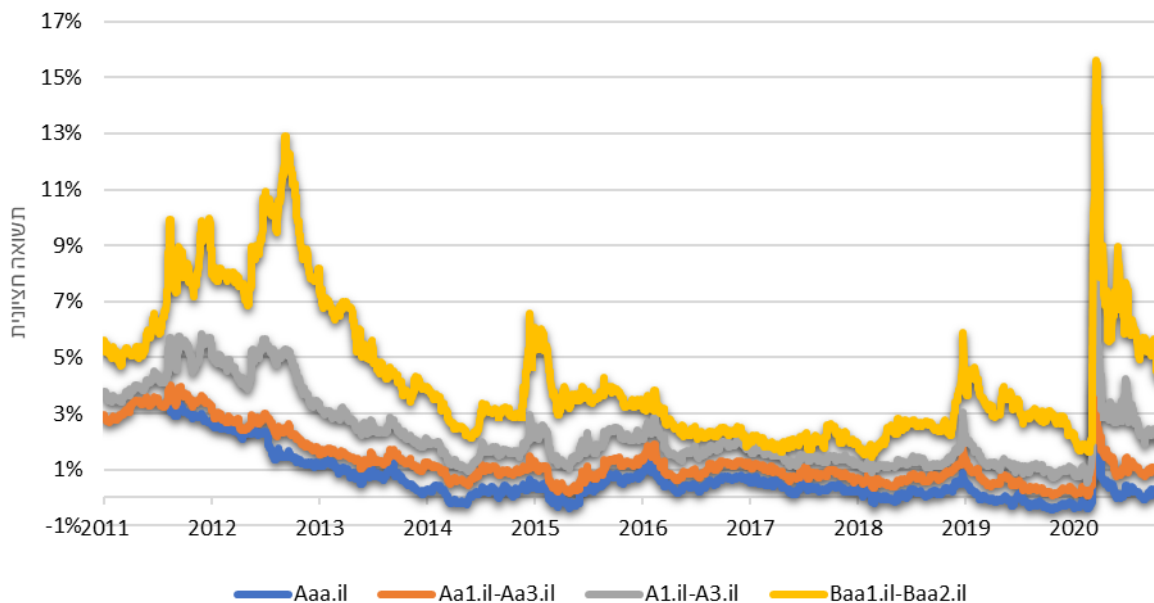
פרמיית ה-CDS, בחתך גלובאלי, עלתה בחודש אוקטובר לעומת ינואר 2020, לאורך כל סולם הדירוג בטווח של עד 22 נקודות בסיס (תרשים 20).

הערה: יש לשים לב שבחלק מהמדגמים ומתתי המדגמים יש מיעוט תצפיות בחלק מרמות הדירוג שעלולות להטות את התוצאות.

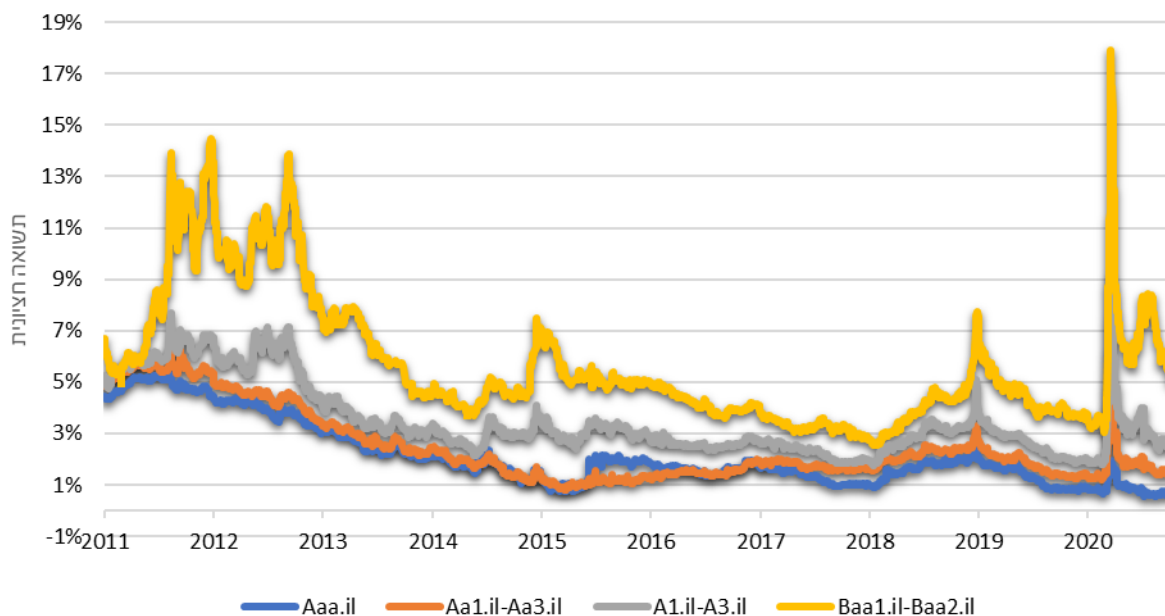
¹ טווח שנע בין 1% ל-3%
² היסטורית ציטוטים של לפחות 12 חודשים עבור אג"ח נבחרות

התפתחות נתוני שוק מרכזיים³

תרשים 1: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי קבוצת דירוג משנת 2011

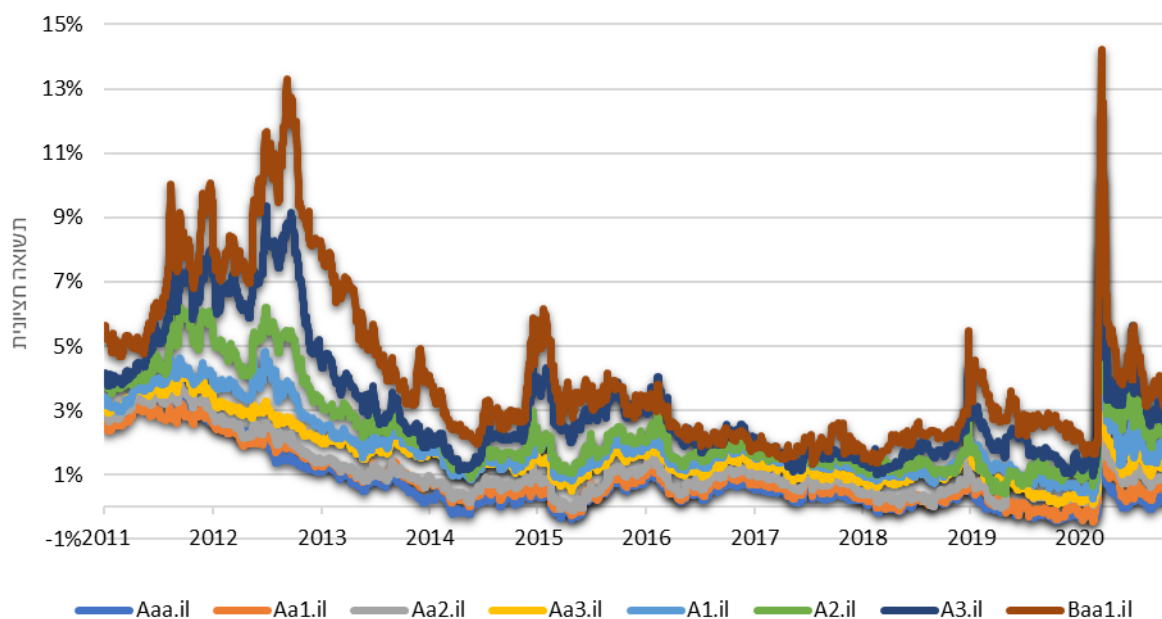


תרשים 2: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי קבוצת דירוג משנת 2011

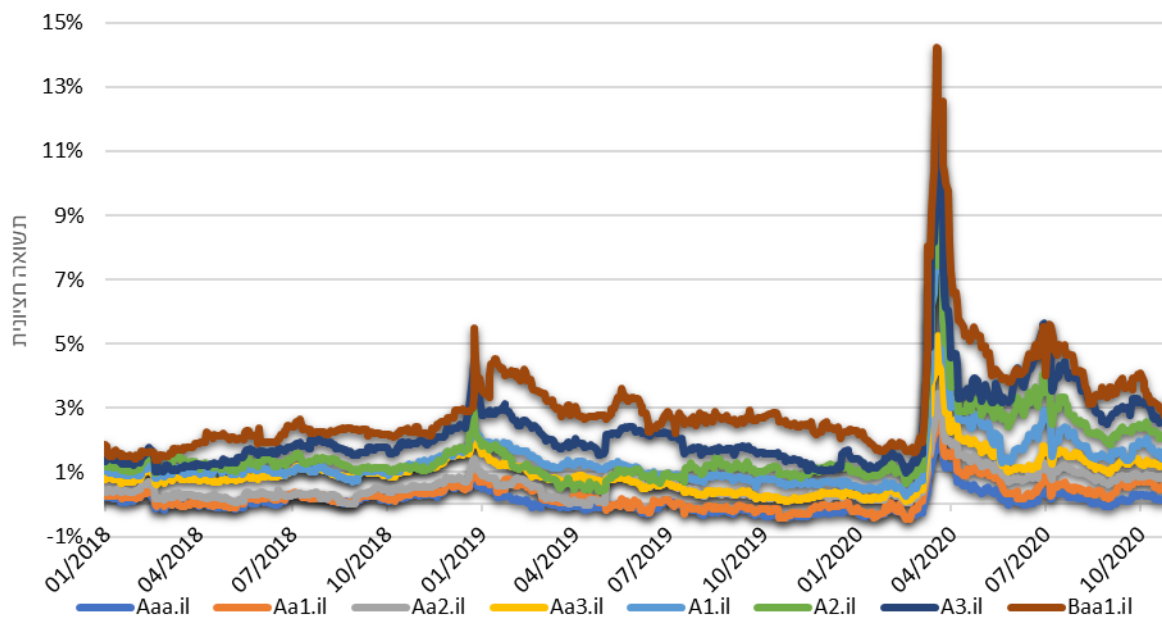


³ המדגם כולל את כלל האג"חים המדורגים בשוק (עד דרוג Baa2.il כולל) בבסיסי ההצמדה השונים (כ- 191 תצפיות במגזר הצמוד וכ- 249 תצפיות במגזר השקלי), כאשר דירוגי S&P מעלות מומרים לדירוגי מידרוג. רמות דירוג בהן נותרו תצפיות בודדות בלבד ואג"חים בעלי מח"מ הנמוך מ-1 נוכו מהמדגם.

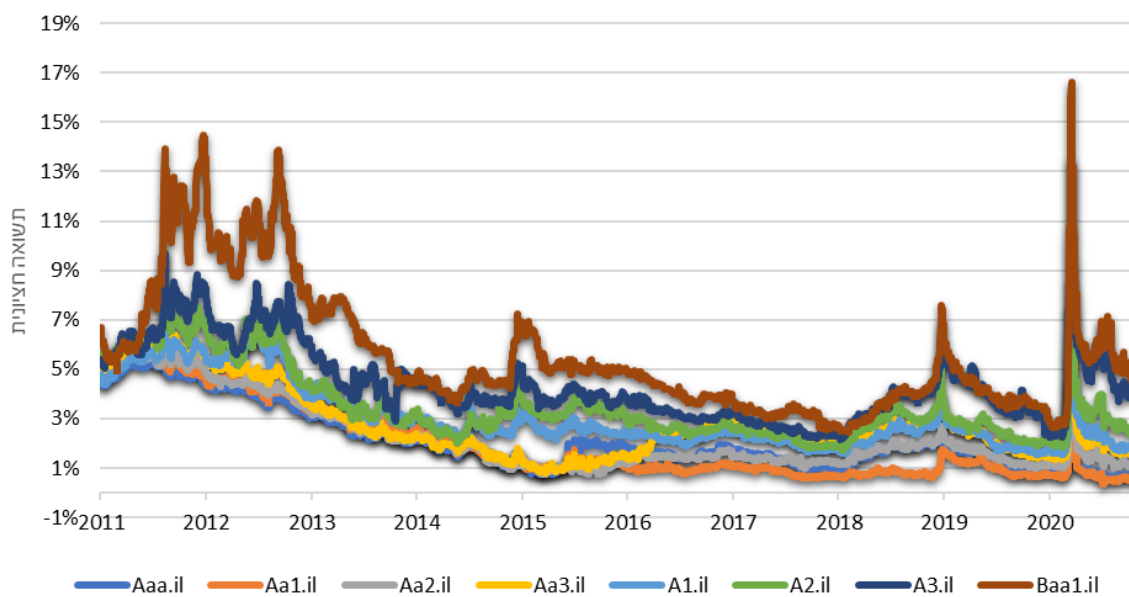
תרשים 3: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג, משנת 2011



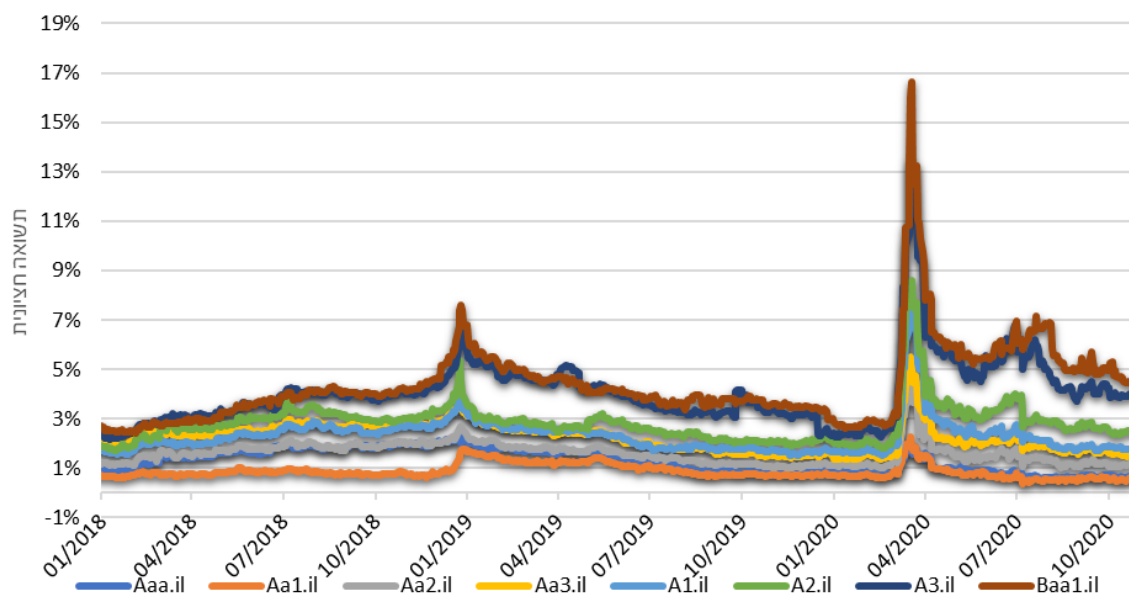
תרשים 4: התמקדות בהתפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג מתחילת שנת 2018



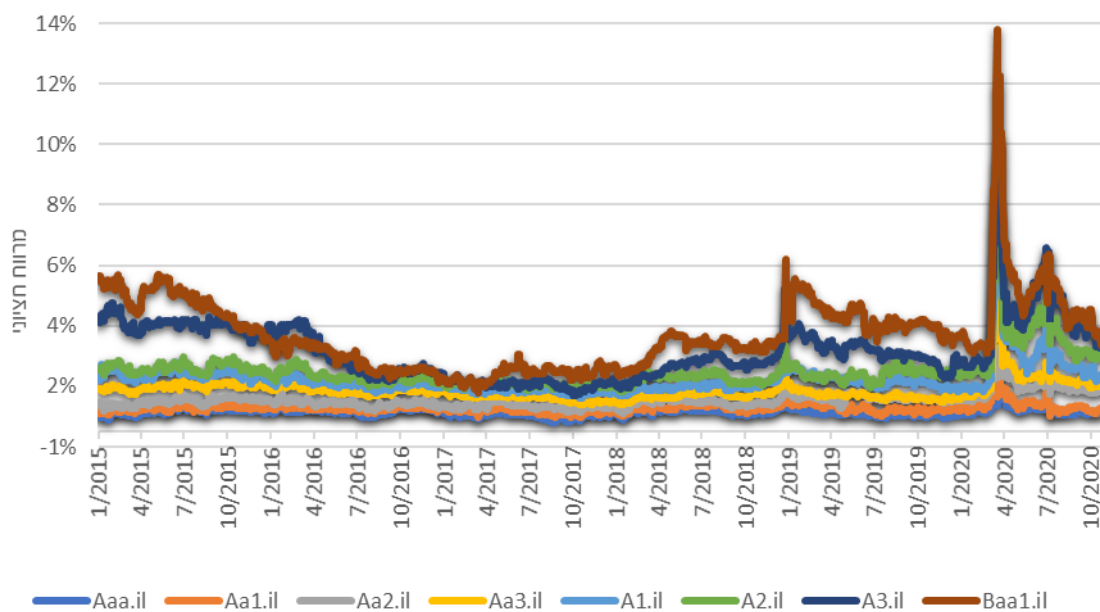
תרשים 5: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג, משנת 2011



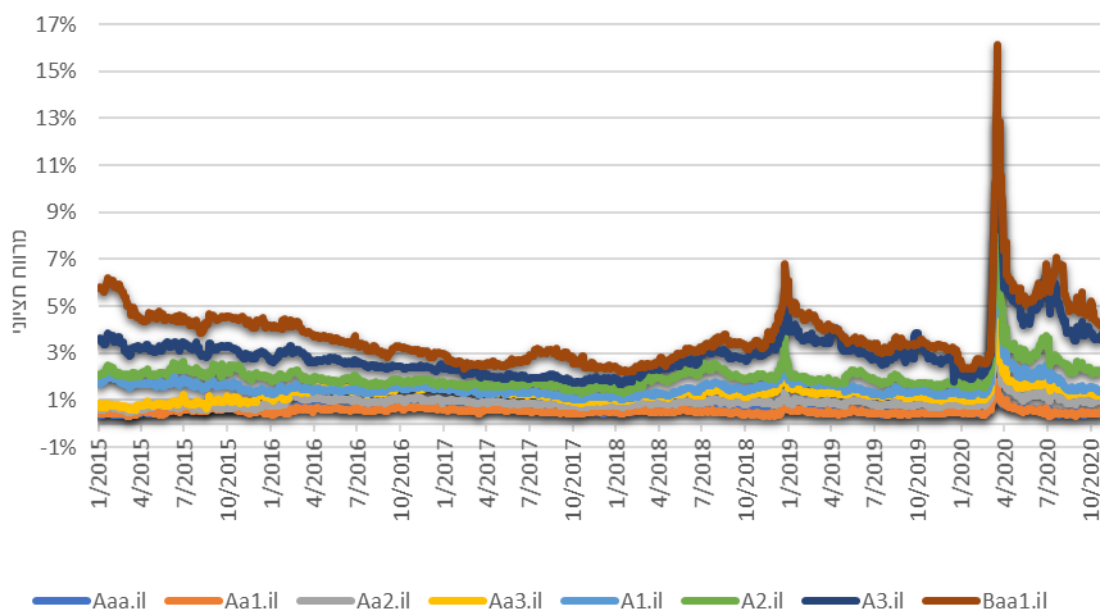
תרשים 6: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג מתחילת שנת 2018



תרשים 7: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג משנת 2015

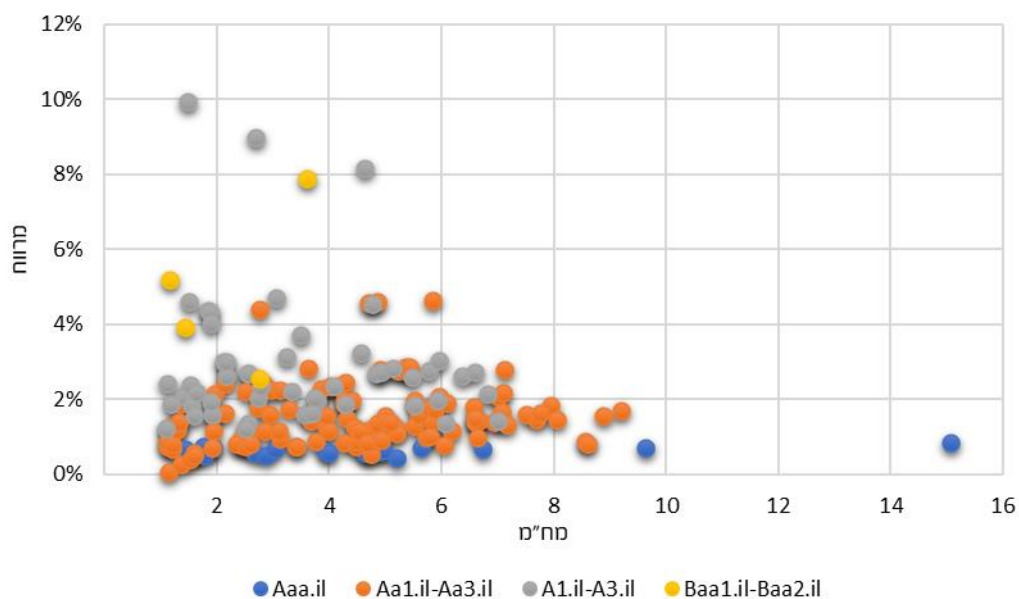


תרשים 8: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג משנת 2015

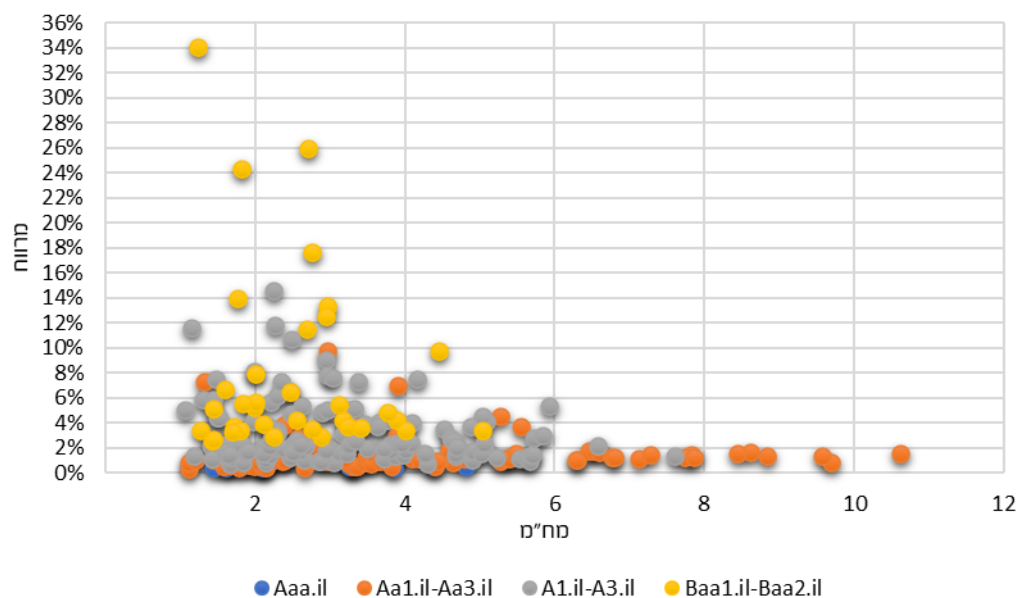


מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 9: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות צמוד מדד, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 28.10.2020



תרשים 10: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות שקליות, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 28.10.2020



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 11: מספר אג"חים, תשואה חציונית ומח"מ משוקלל

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			
מח"מ משוקלל	תשואה חציונית, ממוצע אוקטובר 2020	מספר אג"חים	מח"מ משוקלל ⁵	תשואה חציונית, ממוצע אוקטובר ⁴ 2020	מספר אג"חים	
4.4	0.22%	19	3.2	0.65%	8	Aaa.il
5.3	0.63%	12	4.6	0.55%	7	Aa1.il
4.9	0.86%	38	3.9	1.13%	26	Aa2.il
4.4	1.27%	67	4.6	1.55%	50	Aa3.il
3.6	1.71%	10	3.6	1.79%	40	A1.il
3.4	2.28%	30	3.5	2.45%	49	A2.il
3.8	2.86%	11	2.9	3.96%	34	A3.il
2.3	3.22%	2	2.7	4.64%	23	Baa1.il

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 12: ציפיות האינפלציה (%) הנגזרות משוק ההון

-0.4	הציפיות משוק ההון לשנה הראשונה
0.8	הציפיות משוק ההון לשנה השנייה (פורורד)
1.3	הציפיות משוק ההון לשנה השלישית (פורורד)
1.4	הציפיות משוק ההון ל 3-5 שנים (פורורד)

מקור: בנק ישראל

⁴ נתונים עד ליום ה-28 באוקטובר 2020.

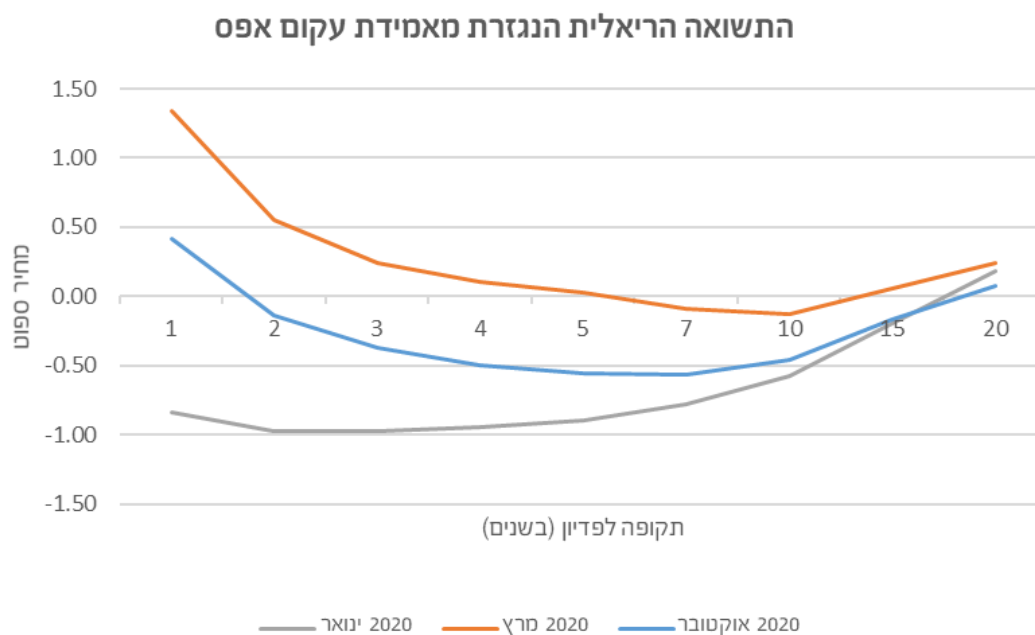
⁵ מח"מ משוקלל מחושב ע"י הכפלת המח"מ של כל סדרה בחלקה בסך העג. של הקבוצה.

תרשים 13: מרווח חציוני, השוואת ממוצע חודש אוקטובר 2020 מול ממוצעי חודשי מרץ 2020 וינואר 2020⁶

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			דרוג
מרווח חציוני, ממוצע חודש ינואר 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש מרץ 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש אוקטובר 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש ינואר 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש מרץ 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש אוקטובר 2020	
0.59%	1.12%	0.62%	0.45%	0.97%	0.44%	Aaa.il
0.76%	1.48%	0.70%	0.45%	1.11%	0.45%	Aa1.il
1.05%	1.92%	1.33%	0.78%	2.35%	0.96%	Aa2.il
1.19%	2.93%	1.53%	1.00%	2.90%	1.23%	Aa3.il
1.45%	4.54%	1.86%	1.25%	4.42%	1.45%	A1.il
1.94%	5.17%	2.51%	1.59%	5.20%	2.20%	A2.il
2.24%	6.40%	3.05%	2.03%	8.13%	3.70%	A3.il
2.89%	8.13%	3.24%	2.38%	8.77%	4.43%	Baa1.il

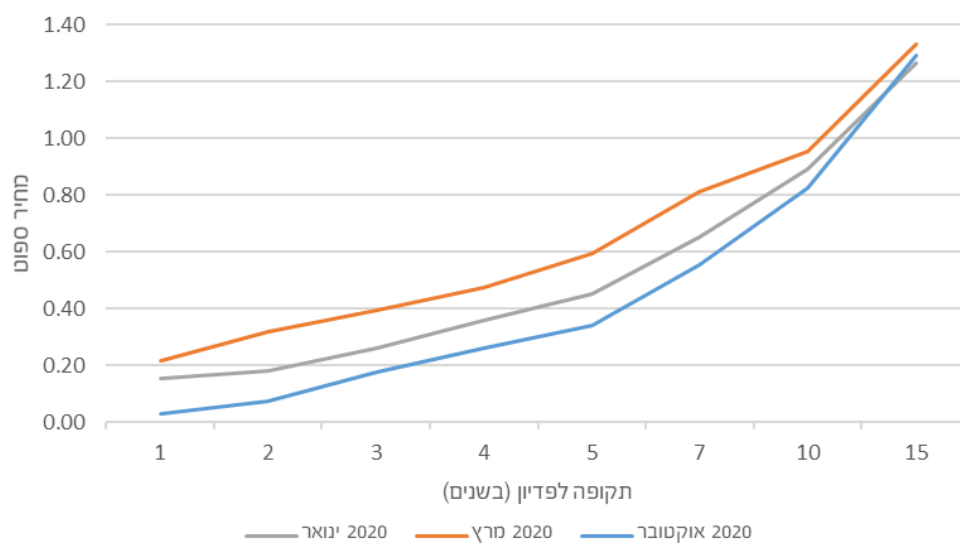
מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 14: התשואה הנגזרת מאמידת עקום אפס, ממוצע חודשי (%)



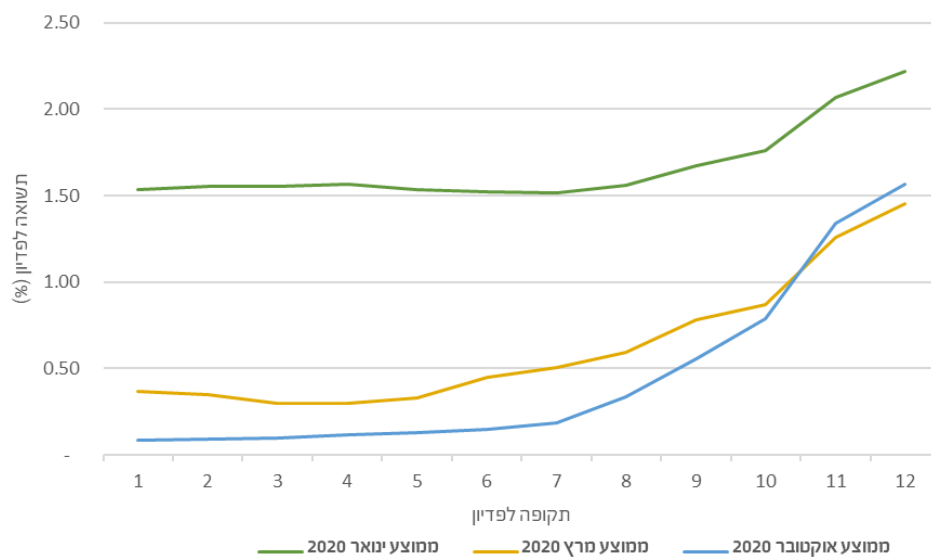
⁶ רמת ה- Baa2.il לא הוצגה עקב מיעוט תצפיות.

התשואה הנומינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס



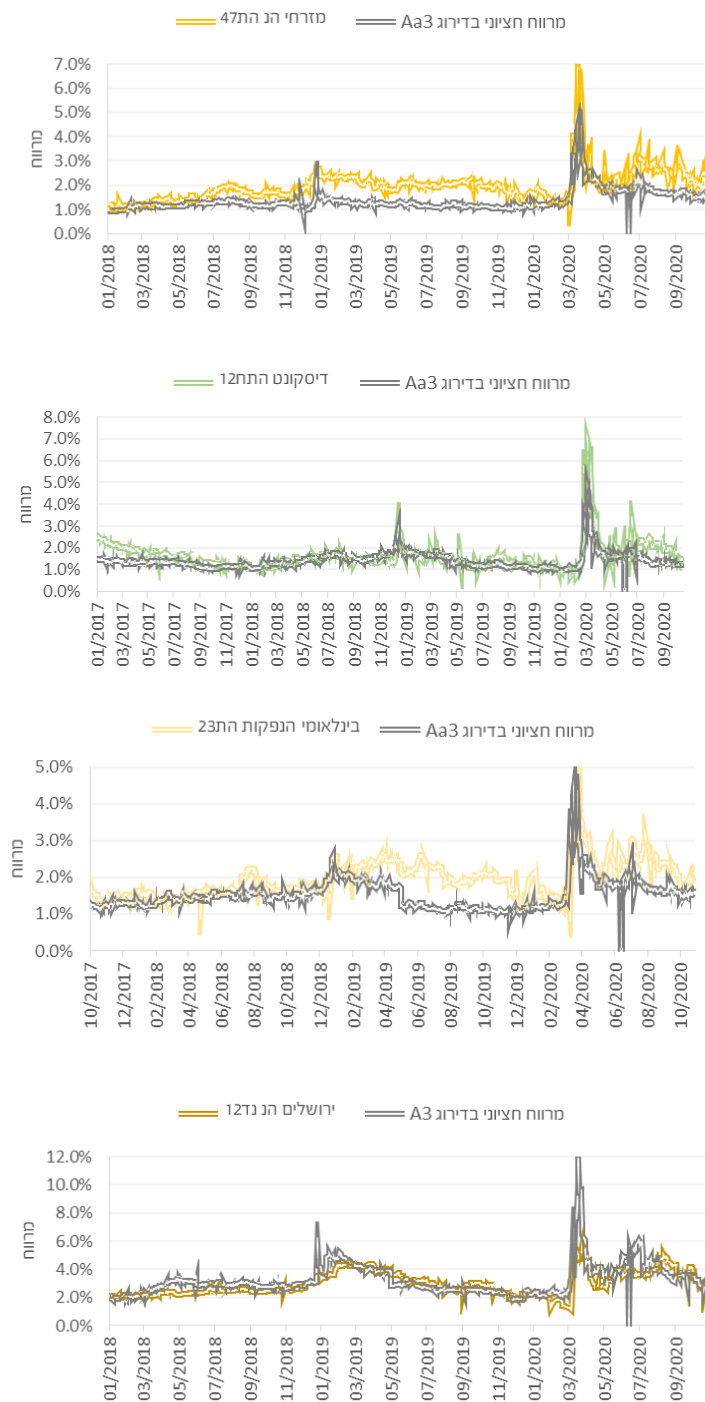
מקורות: בנק ישראל ועיבודי מידרוג

תרשים 15: עקום התשואות בארה"ב, ממוצע חודשי



מקורות: www.treasury.gov ועיבודי מידרוג

תרשים 16: מרווחי אג"ח Coco's מול מרווח חציוני של אותה רמת דרוג



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

התנודות הגבוהות ביותר בתשואות לפדיין בתיק המדורג (YOY)

תרשים 17: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות צמודות מדד (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 28/10/2020	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28/10/2020	תשואה ברוטו ליום 28/10/2019	פער התשואה (YOY)
אלדן תחבורה אגו	1140821	שרותים	A	1.47	144,157,134.	מדד	6.79%	0.52%	6.27%
אלדן תחבורה אגו	1155357	שרותים	A	1.82	372,371,882.	מדד	5.15%	0.78%	4.37%
דה לסר אגו	1132059	נדלן מניב	A-	1.43	292,124,940.	מדד	10.19%	4.32%	5.87%
נורסטאר אגו 11	7230352	נדלן מניב	A3	2.65	433,136,263.	מדד	8.74%	1.41%	7.33%
נורסטאר אגו 12	7230402	נדלן מניב	A3	4.58	238,019,666.	מדד	7.68%	2.14%	5.54%

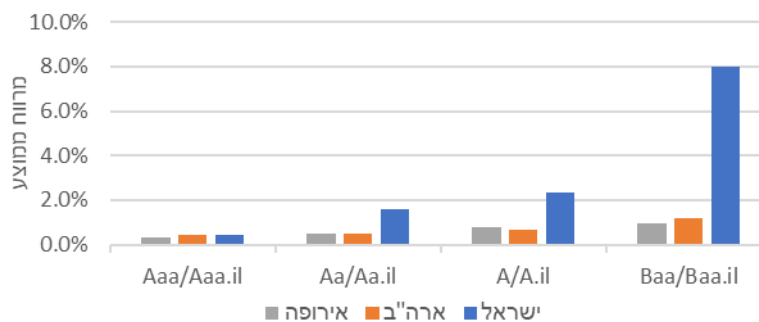
תרשים 18: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות שקליות (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 28/10/2020	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28/10/2020	תשואה ברוטו ליום 28/10/2019	פער התשואה (YOY)
מויניאן אגו	1135656	נדלן מניב	A3	1.11	358,326,166.	שקלי	12.53%	2.91%	9.62%
וונטרסטון אגו	1140987	נדלן מניב	BBB+	1.78	361,129,500.	שקלי	25.07%	10.09%	14.98%
פתאל החזקות אגו 2	1150812	מלונאות ותיירות	Baa1	2.66	731,668,000.	שקלי	11.66%	1.67%	9.99%
אול-יר אגו 2	1139781	נדלן מניב	Baa2	1.20	381,273,223.	שקלי	35.45%	14.68%	20.77%
אול-יר אגו 4	1141274	נדלן מניב	Baa2	2.67	512,286,019.	שקלי	25.27%	14.42%	10.85%

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

השוואה בינלאומית

תרשים 19: השוואת מרווחים ממוצעים לפי קבוצות דירוג בהתפלגות גיאוגרפית, אוקטובר 2020



הערה: בארה"ב ובאירופה המדגם כולל אג"חים במח"מ בינוני-ארוך, בעוד שב ישראל המדגם כולל את כל המח"מים לאור מיעוט תצפיות.

מקורות: מודיס, מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 20: פרמיית CDS חציונית (בנקודות בסיס) 5 שנתית לפי רמות דירוג - (חתך גלובאלי) לסוף אוקטובר 2020:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
פרמיית CDS	21	30	44	46	48	50	54	58	63	93
גודל המדגם	9	50			176			345		
פער מול סוף ינואר 2020 בנקודות בסיס	7	11	18	15	12	9	9	8	8	22

מקור: מודיס ועיבודי מידרוג

© 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 וכאאלה 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 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 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>