

מרווחים, דירוגים ומה שביניהם - סיכום שנת 2017

דוח מיוחד | דצמבר 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 שיטת ההערכה המתוארת 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:

אילאיל שטנר - אנליסטית
ilil@midroog.co.il

אבי בן-נן - ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

שנת 2017 - צמצום המרווחים מעיד על עליית תיאבון הסיכון

שנת 2017 אופיינה בקצב גיוסים גבוה (להערכתנו, השנה תסתיים בגיוסים בהיקף של כ- 74 מיליארד ₪ ע.ג.) הנושק לשיא של שנת 2007, כאשר החברות המשיכו לנצל את סביבת הריבית הנמוכה והמרווחים המצומצמים בכדי לקבע עלויות ולהאריך מח"מ. ביקוש זה תפס היצע נזילות משמעותי מצד המשקיעים במרדף אחר תשואה, אשר תרם להתכווצות המרווחים בשנת 2017 ביחס לאשתקד ולעלייה מסוימת בתיאבון לסיכון בכדי להגדיל את פוטנציאל התשואה. כך, בחינת **המרווחים החציוניים** בשוק האג"ח הקונצרני המדורג בישראל מראה, כי בשנת 2017 חל צמצום מרווחים (בממוצע שנתי) לעומת שנת 2016, הן במגזר השקלי (בטווח שבין כ- 10 ל- 80 נקודות בסיס) והן במגזר הצמוד (בטווח שבין 10 ל- 90 נקודות בסיס). נציין, כי המרווחים הצטמצמו בעוצמה רבה יותר עם הירידה בסולם הדירוג וככלל מעידים על עלייה בתיאבון לסיכון של המשקיעים כפי שניתן לראות בקיטון בפער המרווחים בין רמות הדירוג השונות בשנת 2017 ביחס לשנת 2016.

צמצום המרווחים כאמור בשני המגזרים, תמך בירידת **התשואות החציוניות** (בממוצע שנתי) לאורך כל סולם הדירוג באותה התקופה, כאשר **עקומי הבסיס השקלי והצמוד** (חסר סיכון) עלו בצורה מתונה בממוצע לאורך שנת 2017 ביחס ל- 2016 וקיזזו מעט את אפקט ירידת המרווחים על התשואות ([תרשים 12](#)).

מגמה דומה, אולם בעוצמה גבוהה יותר ניתן לראות **בעקום התשואות חסר הסיכון בארה"ב**, אשר העיד על עליית מחירי הספוט בממוצע שנתי ב- 2017 ביחס ל- 2016 אשר נתמך גם בקצב העלאות ריבית ה- FED והציפיות להמשך עליות במהלך שנת 2018 ([תרשים 13](#)). נציין, כי ריבית ה- FED עמדה בחודש דצמבר 2017 על טווח שבין 1.25%-1.5% עם צפי להמשך עליות במהלך שנת 2018, כאשר בחודש המקביל אשתקד נעה בטווח של 0.5%-0.75%.

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווח של 12 חודשים קדימה ממשיכות להיות אפסיות בדומה לשנת 2016 ועמדו על רמה של 0.1%, בדומה לחודשים האחרונים, כאשר בטווח הזמן הבינוני-ארוך ציפיות האינפלציה ממשיכות להיות מעוגנות בתוך טווח היעד של בנק ישראל ([תרשים 11](#)).

בדומה לכלל שוק האג"ח גם מרווחי **החובות הנחותים** (אג"ח Coco's) של הבנקים (אגוד, לאומי, הבינלאומי, דיסקונט וירושלים), אופיינו במגמת צמצום מרווחים לאורך שנת 2017, כאשר גם הפער בינם לבין המרווח החציוני של הדירוג שבו דורגו צומצם לאורך השנה, ונע לאחרונה בטווח שבין 0.0%-0.4%. עם זאת, הם עדיין משקפים סיכון גבוה יותר ביחס לדירוג החציוני שבו דורגו ([תרשים 15](#)). המרווחים של ני"ע אלו משקפים פרמיית סיכון שנעה בטווח שבין 1.2%-2.1% בחודש האחרון.

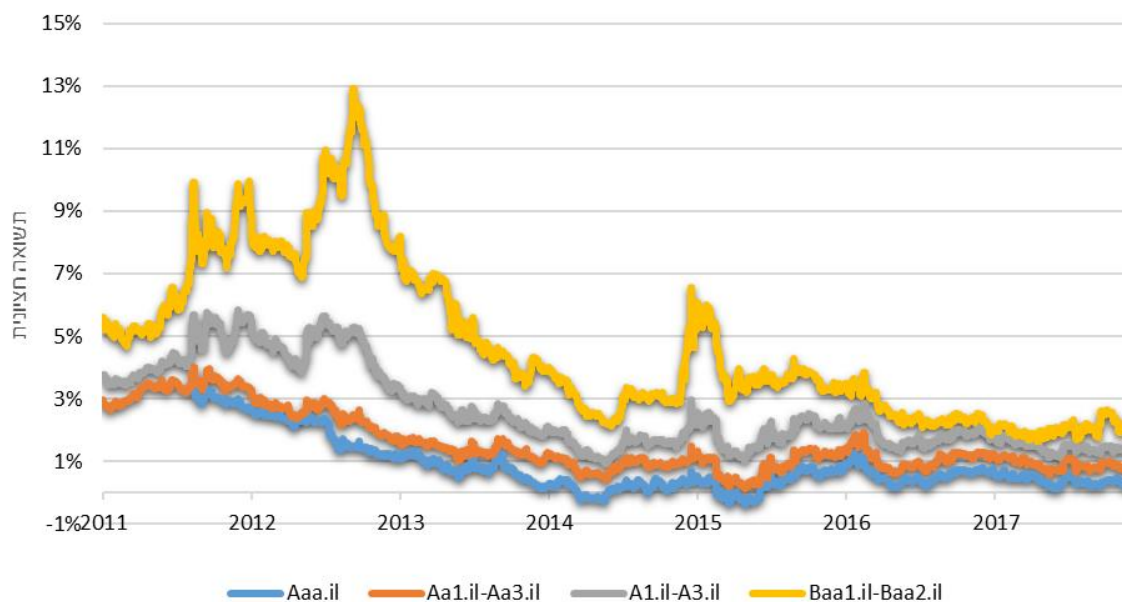
עליית תיאבון הסיכון מתבטאת גם בביקוש גובר לענפים בעלי רמת סיכון גבוהה יותר, כפי שמשקפת בצמצום תשואות משמעותי יותר בענפי הנדל"ן וההחזקה (עד 70 נקודות בסיס ב- 2017 ביחס ל- 2016) ביחס לענפים בעל רמת סיכון מתונה יותר (בנקים וחברות ביטוח כ- 25-20 נקודות בסיס לאותה התקופה). עם זאת מדרג הסיכון בין הענפים המרכזיים נשמר במהלך השנה בדומה לשנה שעברה, כאשר תשואות גבוהות יותר נצפו בענפי פעילות בעלי סיכון גבוה יותר כפי שמתבטא גם במדרג המרווחים לאורך זמן ([תרשים 14](#)). לאורך שנת 2017 נותרה התשואה החציונית בענפים אלו מתחת לרמה של 2.0%. מדרג הסיכון בין הענפים משתקף גם **בתנודתיות התשואות** (פער הריביות), כאשר התנודות המשמעותיות ביותר שנחזו בתשואות ב-12 החודשים האחרונים, נמצאו ברובן, בדומה לחודשים האחרונים חברות מענפי הנדל"ן (ובפרט חברות הנדל"ן האמריקאיות) והאחזקה (תרשימים [16](#) ו-[17](#)), כאשר ברוב התצפיות חלה ירידת תשואות ניכרת.

פרמיית ה- CDS במהלך שנת 2017 עלתה בטווח של עד כ- 10 נקודות בסיס ברמות הדירוג הגבוהות (עד A1), כאשר ברמות הדירוג הנמוכות יותר חלה ירידה של עד כ- 21 נקודות בסיס ([תרשים 18](#)).

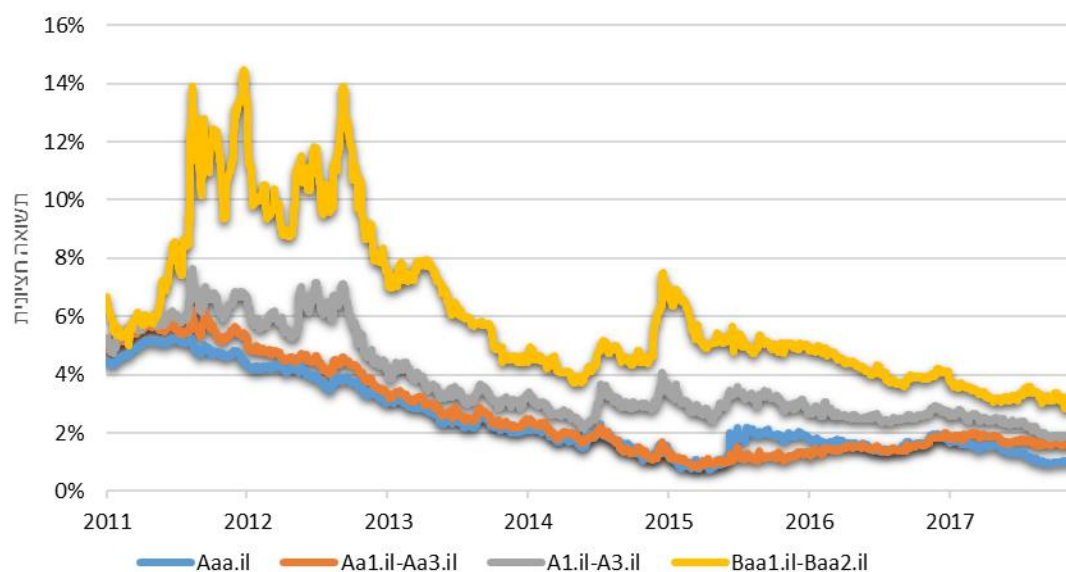
הערה: יש לשים לב שבחלק מהמדגמים ומתתי המדגמים יש מיעוט תצפיות בחלק מרמות הדירוג שעלולות להטות את התוצאות.

התפתחות נתוני שוק מרכזיים¹

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

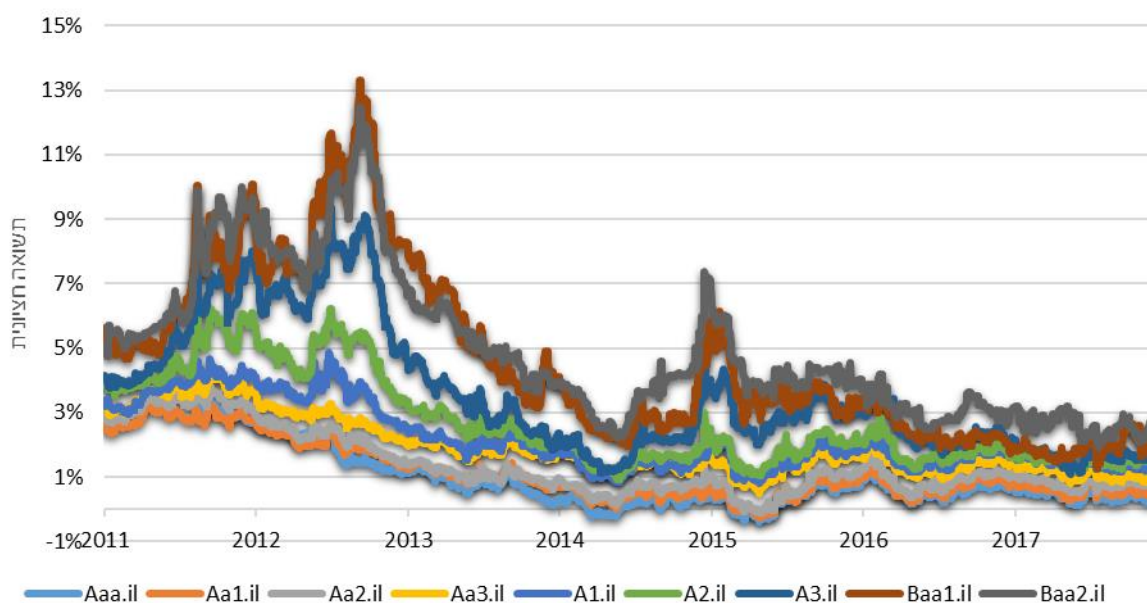


תרשים 2: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי קבוצת דירוג משנת 2011

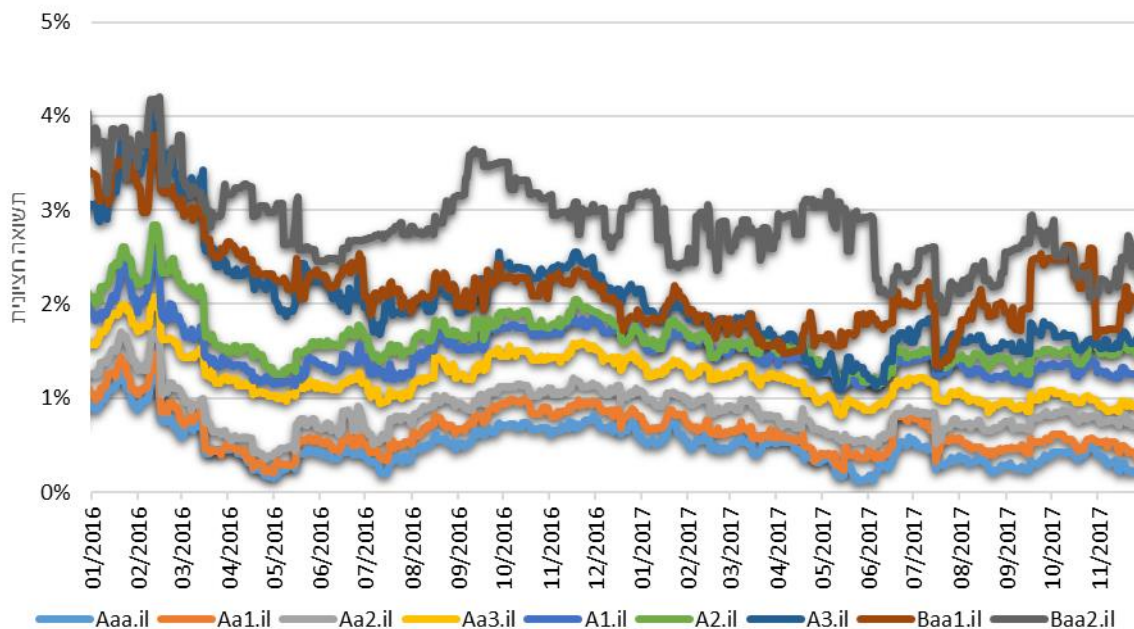


¹ המדגם כולל את כלל האג"חים המדורגים בשוק (עד דרוג Baa2.il כולל) בבסיסי ההצמדה השונים (כ- 242 תצפיות במגזר הצמוד וכ- 244 תצפיות במגזר השקלי), כאשר דירוגי S&P מעלות מומרים לדירוגי מידרוג.

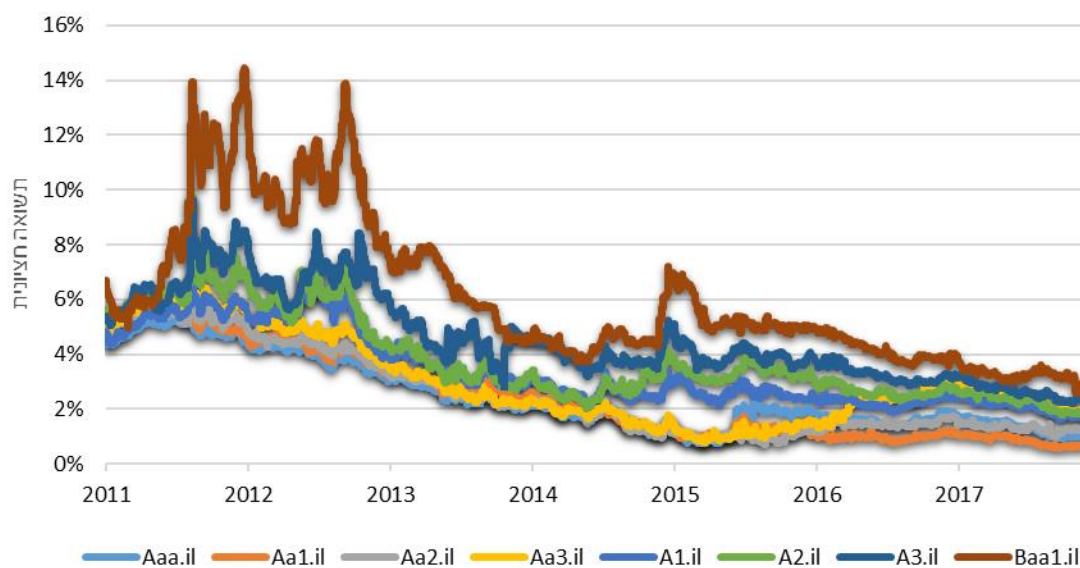
תרשים 3: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג, משנת 2011



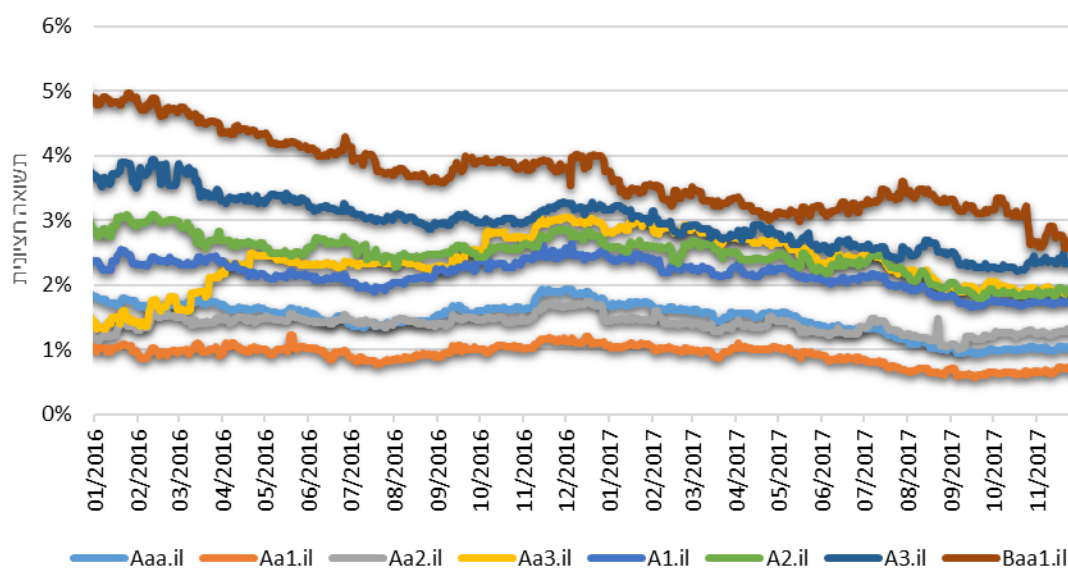
תרשים 4: התמקדות בהתפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג מתחילת שנת 2016



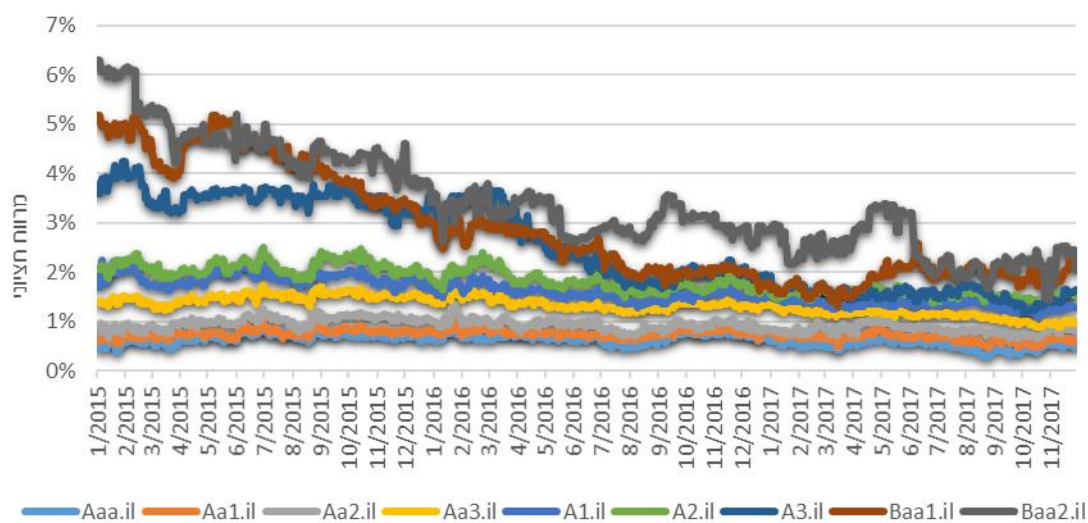
תרשים 5: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג, משנת 2011



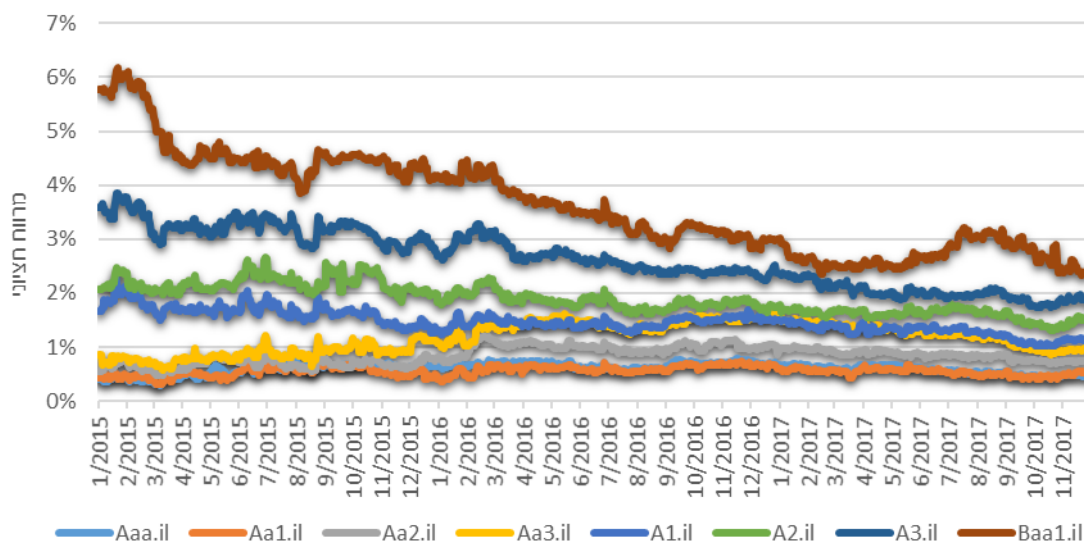
תרשים 6: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג מתחילת שנת 2016



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: תשואה חציונית, השוואת ממוצע שנת 2017 מול ממוצע שנת 2016

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			
תשואה חציונית, ממוצע שנת 2016	תשואה חציונית, ממוצע שנת 2017	מספר אג"חים	תשואה חציונית, ממוצע שנת 2016	תשואה חציונית, ממוצע שנת 2017	מספר אג"חים	
0.59%	0.40%	13	1.63%	1.32%	6	Aaa.il
0.73%	0.56%	12	0.99%	0.84%	6	Aa1.il
0.94%	0.78%	38	1.46%	1.31%	22	Aa2.il
1.35%	1.08%	49	2.30%	2.40%	32	Aa3.il
1.60%	1.37%	43	2.26%	2.04%	47	A1.il
1.80%	1.46%	40	2.66%	2.26%	46	A2.il
2.45%	1.62%	34	3.27%	2.64%	38	A3.il
2.44%	1.89%	6	4.15%	3.23%	40	Baa1.il
3.10%	2.59%	7	4.59%	3.72%	7	Baa2.il

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 10: מרווח חציוני, השוואת ממוצע שנת 2017 מול ממוצע שנת 2016

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			
הפרש	מרווח חציוני, ממוצע שנת 2016	מרווח חציוני, ממוצע שנת 2017	הפרש	מרווח חציוני, ממוצע שנת 2016	מרווח חציוני, ממוצע שנת 2017	דרוג
-0.16%	0.67%	0.51%	-0.11%	0.68%	0.57%	Aaa.il
-0.11%	0.77%	0.66%	-0.07%	0.61%	0.53%	Aa1.il
-0.10%	0.93%	0.83%	-0.15%	1.00%	0.85%	Aa2.il
-0.23%	1.35%	1.12%	-0.19%	1.41%	1.23%	Aa3.il
-0.23%	1.57%	1.33%	-0.18%	1.46%	1.28%	A1.il
-0.26%	1.81%	1.55%	-0.25%	1.85%	1.60%	A2.il
-0.88%	2.43%	1.55%	-0.61%	2.62%	2.01%	A3.il
-0.50%	2.38%	1.88%	-0.80%	3.49%	2.69%	Baa1.il
-0.66%	3.10%	2.44%	-0.80%	3.92%	3.12%	Baa2.il

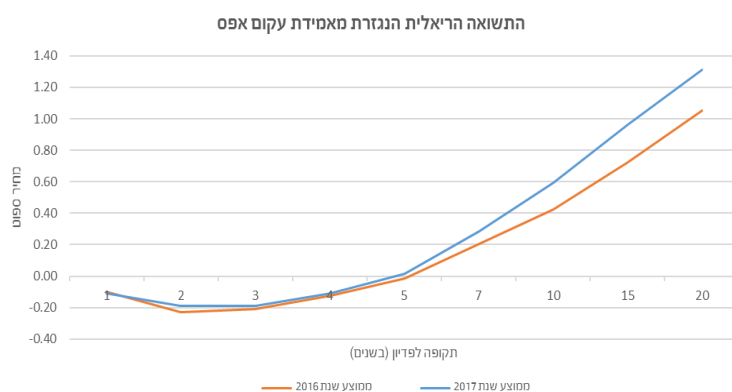
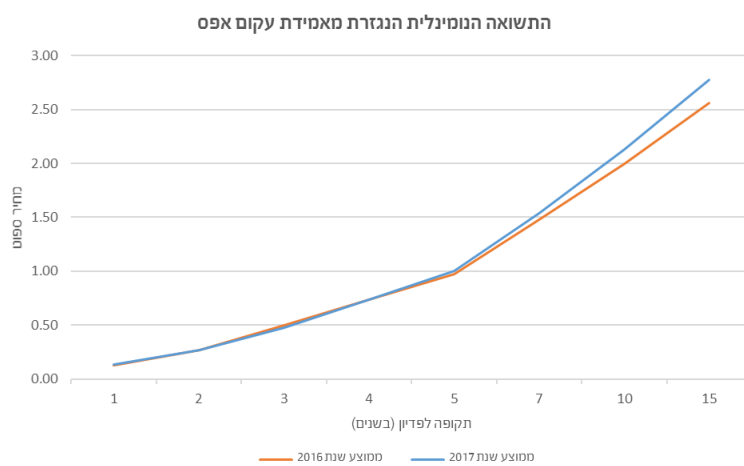
מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 11: ציפיות האינפלציה (% הנגזרות משוק ההון)

שנת 2016	נובמבר 2017	
0.2	0.1	הציפיות משוק ההון לשנה הראשונה
0.8	0.7	הציפיות משוק ההון לשנה השנייה (פורורד)
1.1	1.0	הציפיות משוק ההון לשנה השלישית (פורורד)
1.4	1.5	הציפיות משוק ההון ל 3-5 שנים (פורורד)

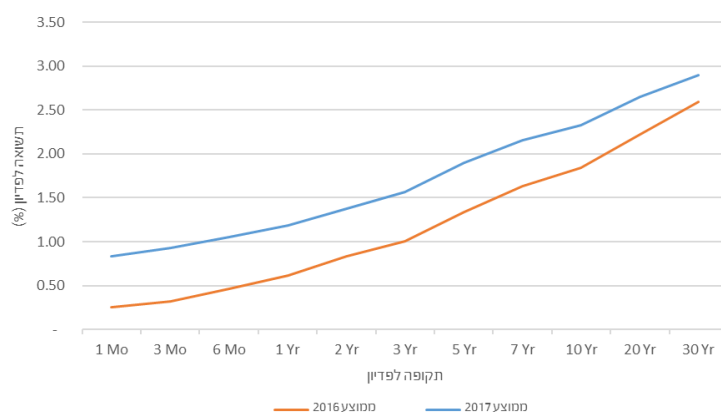
מקור: בנק ישראל ועיבודי מידרוג

תרשים 12: התשואה הנגזרת מאמידת עקום אפס, ממוצע חודשי (%)



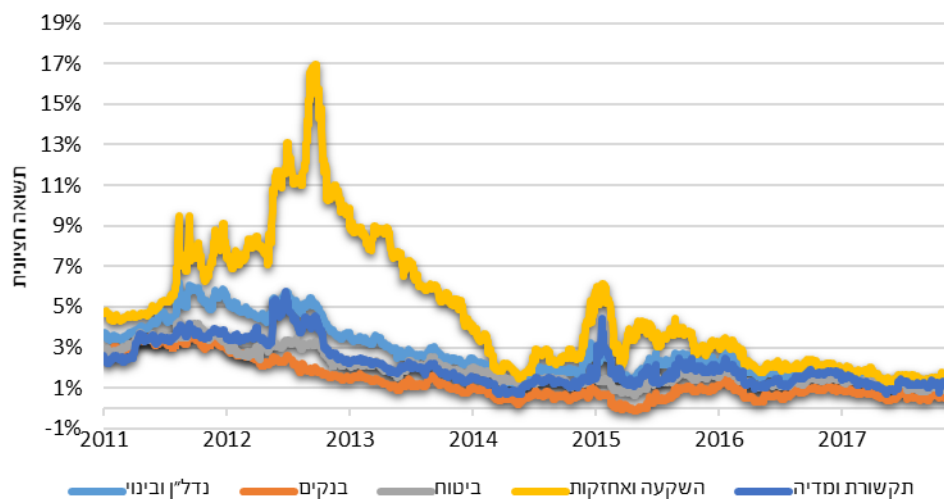
מקורות: בנק ישראל ועיבודי מידרוג

תרשים 13: עקום התשואות בארה"ב, ממוצע חודשי



תשואה חצינית ומרווח חציני לפי ענפי פעילות²

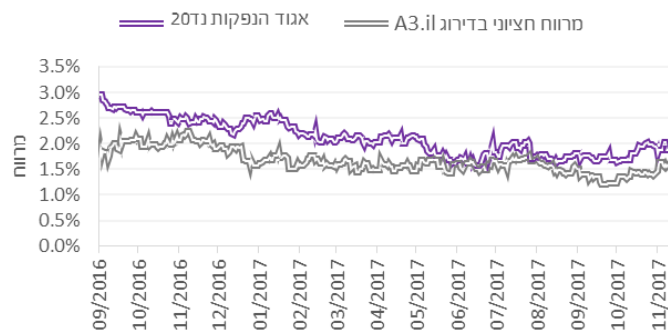
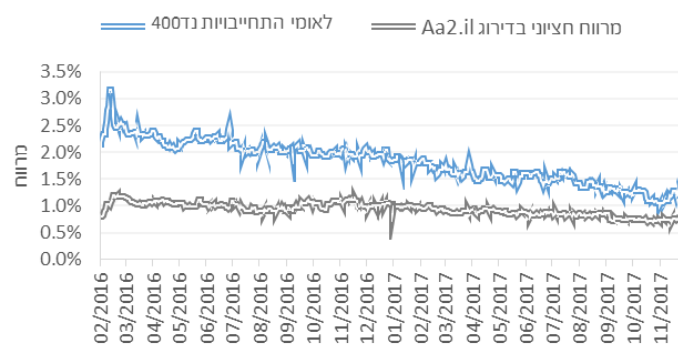
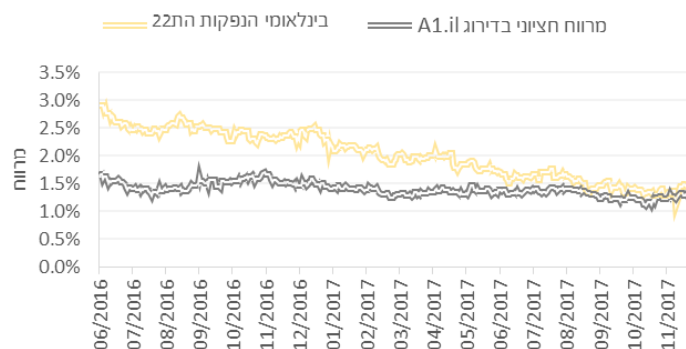
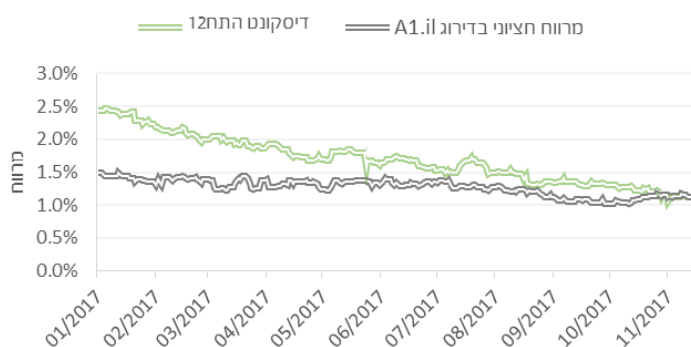
תרשים 14: אג"ח קונצרני צמוד מדד, תשואה חצינית לפי ענפי פעילות משנת 2011



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

² כולל רק אג"חים מדורגים

תרשים 15: מרווחי אג"ח Coco's מול מרווח חציוני לאותה רמת דרוג



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

התנודות הגבוהות ביותר בתשואות לפדיון בתיק המדורג (YOY)

תרשים 16: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות צמודות (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג למועד הדוח	מח"מ ליום 28.11.2017	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28.11.2017	תשואה ברוטו ליום 28.11.2016	פער התשואה (YOY)
אינטרנט זהב אג	1131614	תקשורת ומדיה	A3	2.91	757,317,970.	מדד	4.95%	2.26%	2.69%
אספן גרופ אג	3130291	נדל"ן ובינוי	A3	3.60	470,667,521.	מדד	1.61%	3.89%	2.28%
אפריקה נכסים אג	1132232	נדל"ן ובינוי	A3	4.13	760,434,000.	מדד	1.64%	4.06%	2.42%
דיסקונט השקעות אג	6390207	השקעה ואחזקות	BBB	3.69	2,189,063,851.	מדד	2.04%	5.12%	3.08%
לוזון קבוצה אג	4730123	נדל"ן ובינוי	Baa2	1.23	82,825,558.	מדד	2.30%	6.76%	4.46%

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

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג למועד הדוח	מח"מ ליום 28.11.2017	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28.11.2017	תשואה ברוטו ליום 28.11.2016	פער התשואה (YOY)
ג'יאפיא אג	1134915	נדל"ן ובינוי	A-	2.16	341,042,000.	שקלי	4.06%	8.38%	4.32%
קליין אג	1136977	נדל"ן ובינוי	A-	2.56	207,533,040.	שקלי	4.34%	8.05%	3.71%
אמ.ד.ג' אג	1136415	נדל"ן ובינוי	A3	1.88	273,574,000.	שקלי	1.85%	7.95%	6.10%
ברוקלנד אג	1132307	נדל"ן ובינוי	BBB+	1.39	84,996,000.	שקלי	1.77%	7.38%	5.61%
ברוקלנד אג	1136993	נדל"ן ובינוי	BBB+	2.72	73,150,000.	שקלי	6.01%	9.35%	3.34%

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 18: פרמיית CDS חציונית (בנקודות בסיס) 5 שנתית אל מול סולם הדירוג (רמות דירוג) - חתך גלובאלי לתאריך 16.11.2017:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
פרמיית CDS	14	21	32	34	36	38	44	52	60	77
גודל המדגם	11	45			175			349		
פער מול ינואר 2017 בנקודות בסיס	0	4	10	6	0	-8	-10	-11	-14	-21

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 סיכונים 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 לסיכונים 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 בייעוץ 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>