

# החברות להוטות להנפיק, המשקיעים רצים לקנות

יאיר מנדלסון ונדב ברקוביץ'

**השוק הקונצרני רותח וחברות בכל העולם ממהרות לנצל את הנכונות להגדיל סיכון ■ בשוק המקומי מפתיע לגלות כי לא רק שהחברות מציעות פחות שעבדים מבעבר, אלא משקיעים כמעט לא נותנים לבטוחות משקל בשיקולי ההשקעה ■ האם זה הרגע לשנות זאת?**

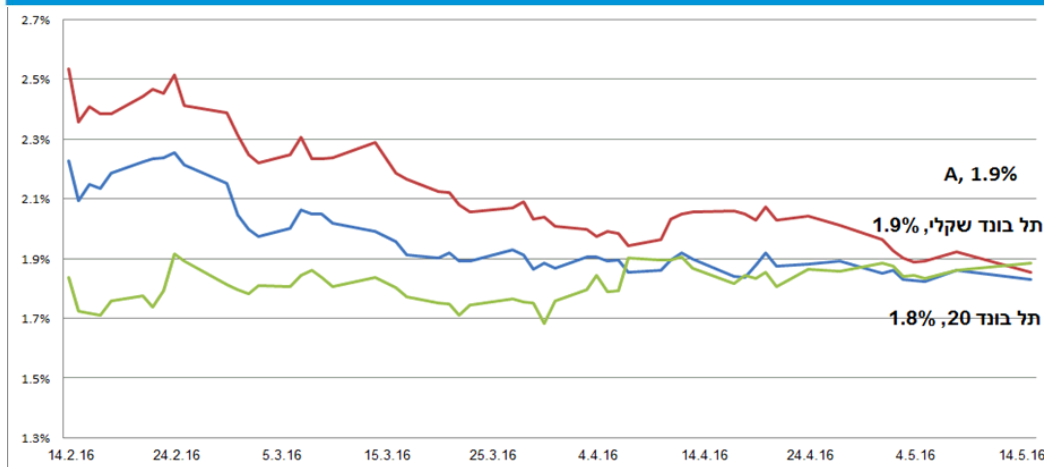
שוק האג"ח הקונצרני בכל העולם בוער. נכונות להגדיל סיכונים, ריביות ממשלתיות נמוכות ותוכניות הרחבה כמותיות באירופה וביפן שבמסגרתן רוכשים הבנקים המרכזיים אג"חים קונצרניים, מעודדים יותר חברות להנפיק אג"חים – ומדרבנים יותר משקיעים להגדיל חשיפה.

מתחילת 2016 הנפיקו חברות בעולם אג"חים בכמעט 4 טריליון דולר. קצת יותר משליש מההנפקות, כ-1.5 טריליון דולר, היו גיוסים בדולר אמריקאי של מעל 6,500 חברות. בלטו גם היקפים גדולים של גיוסים ביואן סיני, כאשר בשבועות האחרונים נרשם גידול בהנפקות ביורו על רקע הציפייה להתחלת רכישות האג"ח הקונצרני על ידי הבנק המרכזי האירופי, כחלק מתוכנית ההרחבה הכמותית שלו.

השוק הישראלי הוא משתתף פעיל בחגיגה. מתחילת השנה גויסו בשוק המקומי אג"חים קונצרניים בהיקף של 25 מיליארד ש"ח, 28% יותר מבתקופה המקבילה ב-2015. בניגוד למה שחושבים רבים, היקף הגיוס של חברות הנדל"ן הזרות, שזכה באחרונה לכותרות גדולות, מהווה 7.5% בלבד מכלל הפעילות בשוק (כאשר הנפקת קייבאס אחראית על כ-4% מסך ההנפקות). רוב הגיוסים, בדומה למצב בעולם, בוצעו על ידי הסקטור הפיננסי (47%).

עדות לנהירת המשקיעים לאפיק הקונצרני בארה"ב ניתן לראות בגיוסים של קרן הסל הפופולארית LQD שגייסה מתחילת השנה כ-3.5 מיליארד דולר. בשוק המקומי, חלק גדול מהחשיפה של משקיעים לאג"ח הקונצרני היא דרך קרנות נאמנות, שבהן הורגש שינוי המגמה בתחילת מרץ. אחרי פדיונות של כ-200 מיליון ש"ח בינואר ופברואר, גייסו קרנות בקטגוריית אג"ח חברות במרץ ואפריל כ-900 מיליון ש"ח ולפי אומדנים ראשונים בשלושת השבועות הראשונים של מאי הן גייסו עוד כ-420 מיליון ש"ח.

מרווחי האג"ח הקונצרני בשוק המקומי בשלושת החודשים האחרונים



אחרי שב-2015 האפיק הקונצרני הניב למשקיעים בעיקר הפסדים, החלה בתקופה גדולה בדומה לשוק המניות, השנה התחילה בירידות, אך באמצע פברואר השתנתה המגמה. כך למשל אם בחודש פברואר נסחר מדד תל בונד 20 בתשואה לפדיון של 2.6% ובמרווח מעל אג"ח ממשלתי של 2.19%, הרי שכעת המדד נסחר בתשואה לפדיון של 1.7% והמרווח מעל ממשלתי התכווץ ל-1.8% (בדרך

אמנם היה עדכון במדדים, אבל גם לפני השינוי המרווחים התכווצו).

התאווה לסיכון משתקפת טוב עוד יותר בדירוגים הנמוכים יותר, שם סגירת המרווחים והפערים היתה מהירה יותר. מדד תל בונד תשואות, הכולל אג"חים בדירוגי BBB, נסחר רק לפני שלושה חודשים בתשואה לפדיון של 4.7% ובמרווח מעל ממשלתי של 4.16% וכעת הוא נסחר בתשואה לפדיון של 2.9% בלבד ובמרווח של 3.06%. בשורה התחתונה, בשלושת החודשים האחרונים הניב תל בונד 20 תשואה כוללת של מעל 3.5% בעוד שתל בונד תשואות עלה בכ-4.5%. לשם השוואה, בתקופה הזו ירד ת"א 100 בכ-1.3% ומדד אג"ח ממשלתי כללי עלה ב-0.93%.

הפריחה של האפיק הקונצרני נתמכת בהמשך סביבת הריביות הנמוכות ובהבנה של משקיעים כי בניגוד למה שאפשר היה לחשוב בסוף 2015 – הריבית בארה"ב לא תעלה השנה כל כך מהר. אין ספק כי הגדלת ההרחבה הכמותית באירופה והרחבתה לרכישת אג"ח קונצרני מספקים תמיכה משמעותית לאפיק הזה בכל העולם. לכל אלה חשוב להוסיף גם את עליית מחירי הנפט ושאר הסחורות, אשר השפיעו לחיוב במיוחד על סקטור ה-High Yield, שבו משקלן של החברות מתחומים אלה גדול במיוחד. בשוק המקומי, נוספו לכך גם ציפיות האינפלציה הנמוכות במיוחד וההערכה כי הן צפויות לעלות. מאחר שרוב האג"ח הקונצרני בשוק המקומי צמוד למדד (כ-80%), הרי שעליית ציפיות האינפלציה באה היטב לידי ביטוי באפיק הזה.

הנכונות להגדיל סיכון באה היטב לידי ביטוי לא רק בנכונות של משקיעים לרכוש אג"ח בדירוגים נמוכים יותר, אלא גם בתנאים שמוכנות החברות המנפיקות להציע. מעבר לרביבות נמוכות יותר, בשוק המקומי זה בא לידי ביטוי בעובדה שבניגוד למגמה הבולטת בשנתיים האחרונות, הרבה פחות חברות מציעות כיום שעבודים ובטוחות לאג"חים – מה שלא מפריע להן לגייס. גם זעזועים כמו שראינו בחברת הנדל"ן הקנדית אורבנקורפ, שביקשה הגנה מפני נושים, או מגעים להסדרי חוב גדולים חדשים (דור אלון או אפריקה) לא השפיעו לרעה על הביקוש בהנפקות וגיוסי הקרנות הקונצרניות.

מפתיע לגלות שלא רק שהחברות מציעות פחות שעבודים, אלא שבמקרים רבים המשקיעים כמעט לא נותנים לבטוחות משקל בשיקולי ההשקעה שלהם. בבדיקה מיוחדת שערכנו במהלך השבוע שעבר, ביצענו השוואה של אג"חים עם ובלי בטוחות שהנפיקו אותן חברות. בחרנו רק מקרים עם השעבודים החזקים ביותר – שעבוד ראשון על נדל"ן – מתוך הנחה שבמקרים האלה קיומו של שעבוד כזה אמור להוות פקטור בהחלטת ההשקעה. מאחר שלא כל האג"חים של כל חברה הם לאותה תקופת זמן, נרמלנו את המח"מ ואת המרווח מעל אג"ח ממשלתי, שהוא הפקטור המרכזי באמידת הסיכון שרואים המשקיעים באג"ח.

כך לדוגמה אג"ח 10 של גזית גלוב (דירוג AA-) ל-3 שנים עם שעבוד על 5 נכסים שבבעלות החברה נסחר כיום בתשואה של 1.1% עם מרווח מעל ממשלתי של 1.4%, בעוד שאג"ח 4 של החברה ללא שום שיעבוד נסחר ב-1.9% עם מרווח (מנורמל) של 1.8% מעל ממשלתי. כלומר, הפער במרווח עומד על 0.4% בלבד (כל הנתונים נכונים לתחילת השבוע).

| איך מתייחס השוק לשעבודים |       |      |       |       |                           |                       |                           |
|--------------------------|-------|------|-------|-------|---------------------------|-----------------------|---------------------------|
| שם נייר                  | שעבוד | מח"מ | תשואה | דירוג | מרווח מנורמל למח"מ השעבוד | פער מרווח ממוצע נוכחי | פער מרווח ממוצע שנה אחורה |
| גזית גלוב אג10           | ✓     | 3.0  | 1.1%  | AA-   | 1.4%                      | 0.4%                  | 0.5%                      |
| גזית גלוב אג4            | -     | 3.7  | 1.9%  | AA-   | 1.8%                      |                       |                           |
| מגה אור אג5              | ✓     | 5.2  | 2.5%  | A     | 1.6%                      | 0.4%                  | 0.7%                      |
| מגה אור אג4              | -     | 4.2  | 1.3%  | A     | 2.0%                      |                       |                           |
| ביג אג6                  | ✓     | 5.1  | 2.2%  | A+    | 1.2%                      | 0.4%                  | 0.7%                      |
| ביג אג5                  | -     | 4.5  | 1.2%  | A+    | 1.6%                      |                       |                           |
| גירון אג5                | ✓     | 5.9  | 3.2%  | A     | 2.2%                      | 0.5%                  | 1.2%                      |
| גירון אג4                | -     | 4.9  | 2.0%  | A     | 2.7%                      |                       |                           |
| מבני תעשייה יח'          | ✓     | 6.9  | 2.3%  | BBB+  | 2.3%                      | 1.1%                  | -                         |
| מבני תעשייה יז'          | -     | 6.2  | 3.4%  | BBB   | 3.4%                      |                       |                           |

\* הנתונים נכונים לתחילת השבוע

במקרה של ביג אג"ח 6 (+A) שלו שיעבוד על 3 נכסי נדל"ן מניב, המרווח עומד על 1.2%, לעומת מרווח (מנורמל) של 1.6% באג"ח ביג 5 שלו אין כלל שעבודים. לא רק שהמרווח עומד על 0.4% ל-5 שנים, אלא שאם נבחן את המרווח הממוצע בהסתכלות של שנה אחורה, נגלה כי הוא היה יותר כמעט כפול ועמד על 0.7%.

פערים דומים ניתן למצוא גם בין אג"ח 5 של חברת הנדל"ן מגה אור (A) בעלת שעבוד ראשון על 3 נכסי נדל"ן, לעומת אג"ח 4 של אותה חברה. גם כאן הפער עומד על 0.4%, כאשר בשנה האחרונה הוא עמד בממוצע של 0.7%. פער גדול יותר של 0.5% יש בין האג"ח עם השעבודים של חברת הנדל"ן גירון (אג"ח 5, דירוג A) לבין האג"ח ללא שעבודים (אג"ח 4) – אך עדיין מדובר בפחות ממחצית מהפער הממוצע בשנה האחרונה, שעומד על 1.2%.

בהנפקת האג"ח של מבני תעשייה (BBB+) בשבוע החולף ראינו דווקא פערים גדולים יותר. אג"ח יח' עם מח"מ של קצת פחות מ-7 שנים ושעבוד ראשון על מספר נכסים מניבים של החברה ביחס חוב לבטוחה של 70% נסחר כיום בתשואה לפדיון של 2.3% ומרווח מעל ממשלתי של 2.25%. לעומתו, אג"ח יז' הוותיק של החברה עם מח"מ דומה וללא שיעבוד שנסחר בתשואה לפדיון של 3.4% ומרווח מעל ממשלתי של 3.4%. ככל הנראה הפערים הגדולים יותר כאן נובעים מהדירוג הנמוך יותר של אגרות החוב האחרות של החברה (BBB) בהשוואה לסדרה החדשה. לחלופין, ייתכן כי הפערים יסגרו וזה רק עניין של זמן, שכן בכל האג"חים האחרים הבדיקה הזו התקיימה לאחר ששני האג"חים (זה עם השעבוד וזה בלעדי) כבר נסחרים במשך זמן רב יותר.

ההשוואה הזו מלמדת שברמת התשואות הנוכחית, הנמוכה יחסית, ישנה עדיפות לאג"חים עם שעבודים מאחר שהפערים הנמוכים אינם מפצים להערכתנו על הסיכון. זה בולט לא רק בחברות המדורגות גבוה, שבהן ייתכן כי המשקיעים מאמינים שהחברה חזקה דיה כך שהיעדר שעבוד לא מטריד אותם, אלא גם בחברות בדירוגים נמוכים יותר. יתר על כן, העדפה של אג"ח עם שעבוד עשויה במידה מסוימת להגן על המשקיע במידה שהמצב בשוק הקונצרני ישתנה לרעה. מי שיחזיק באג"ח עם שעבוד חזק יוכל להרגיש בנוח יותר גם בתרחיש של עליית תשואות או חששות להידרדרות במצבן של החברות המנפיקות.

הכותבים הם מנהל מחקר יועצים ואנליסט בהראל פיננסים. הכותבים ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.