

הדירוג דומה, התשואה שונה

מאת דורון מולקנדוב

כשאג"ח דומות של חברות שונות מקבלות דירוג זהה ניתן לצפות שייסחרו בתשואות דומות אבל בפועל קיימים פערים בין אג"ח דומות של מנפיקים שונים ולעתים אפילו של אותו מנפיק, מה שמלמד על פערי תפישה ותמחור סיכונים בין חברות הדירוג למנהלי השקעות

אחד מכלי ההשקעה הבסיסיים ביותר בהשקעה באג"ח הוא הדירוג. הנתון הזה אמור לשקלל את כל הפרמטרים של חברה וליצור מעין סטנדרט אחיד בשוק האג"ח כולו שיהווה בסיס להשקעה. במילים אחרות, כל החברות המדורגות באותו דירוג היו אמורות, לכאורה, להיסחר סביב אותן רמות תשואה ומרווחים דומים מעל האג"ח הממשלתי.

בפועל, אנחנו יודעים שזה לא כך. לדוגמה, דיסקונט מנפיקים התחייבות ה' (דירוג AA-) עם מח"מ 1.92 נסחר ב-0.76% ומרווח מעל ממשלתי של 0.5%, לעומת בי קומיוניקיישן, החברה האם של בזק המדורגת בדירוג זהה עם מח"מ דומה ונסחרת בתשואה כפולה של 1.50% ומרווח מעל ממשלתי של 1.16%. אמנם הבנקים בשוק המקומי נחשבים למעין תחליף לאג"ח ממשלתי ולפיכך רמת האמון והביטחון של המשקיעים בהם גבוהים יותר (מה שעשוי להסביר את העובדה שהם נסחרים במרווח נמוך מאוד), בעוד שענף התקשורת ובמיוחד הסלולר ידע בתקופה האחרונה טלטלה גדולה – אך כל אחד מההסברים האלה היו אמורים כבר להילקח בחשבון בדירוג של החברות.

האם גם בעולם יש עיוותים כאלה? אם נבחן את תמונת המצב בעולם נגלה כי התמונה הפוכה ודווקא המרווחים בבנקים גבוהים יותר. אם נבחן למשל אג"ח ל-5 שנים של חברת התקשורת האמריקאית ורייזון (דירוג BBB+) נראה כי הוא נסחר במרווח של 65 נ"ב מעל אג"ח ממשלתי, בעוד שהמרווח באג"ח ל-5 שנים של מורגן סטנלי למשל (דירוג זהה) הוא כמעט כפול ועומד על 109 נ"ב. אגב, ורייזון שומרת על המרווח הזה בחמש השנים האחרונות, בעוד שבמורגן סטנלי המרווח הנוכחי אף קטן יותר מהממוצע שעומד על 129 נ"ב.

עיוותי הדירוג בשוק המקומי לא מסתכמים רק בבנקים. אם נשווה למשל את חברת אדמה המדורגת AA-, אג"ח ב' של החברה במח"מ 9 נסחר בתשואה של 5.5% צמוד ומרווח מעל ממשלתי של 5.23%, בעוד שאג"ח של פניקס (פניקס הון אגח ה') בדירוג זהה ובמח"מ דומה נסחר בתשואה של 2.5% ופחות ממחצית מהמרווח מעל אג"ח ממשלתי – 2.17% בלבד. דוגמה אחרת היא אג"ח 12 של גזית גלוב המדורגת AA- ובמח"מ של 8 נסחר בתשואה של 4% ומרווח מעל ממשלתי של 3.8%, לעומת כלל ביטוח אג"ח ט' במח"מ דומה הנסחר בתשואה של 2.33% ומרווח מעל ממשלתי של 2% בלבד.

ההבדלים הגדולים במרווחים ובתשואות לא קיימים רק בין סקטורים שונים אלא גם בתוך אותו סקטור. כך למשל נבחן את גזית גלוב מול אלוני חץ – שתי חברות בעלות מאפיינים דומים הפועלות בתחום הנדל"ן המניב בשווקים מפותחים בעולם. אם נבחן את אלוני חץ ח', המדורגת AA- במח"מ 3.74 התשואה היא 1% והמרווח מעל ממשלתי 1.36%, בעוד שבגזית גלוב באותו דירוג ומח"מ (אג"ח ד') התשואה היא 2.02% והמרווח מעל ממשלתי כמעט כפול, 2.37%.

הדירוג זהה, המח"מ דומה – התשואות והמרווחים רחוקים

דירוג	הצמדה	חברה	מח"מ	תשואה לפדיון	מרווח ממשלתי	הצמדה	חברה	מח"מ	תשואה לפדיון	מרווח ממשלתי
AA-	שקלי	דיסקונט התחייבות ה'	1.92	0.76%	0.5%	שקלי	בי קום אג"ח ב	1.95	1.50%	1.16%
AA-	מדד	אדמה ב'	9	5.5%	5.23%	מדד	פניקס הון אגח ה'	9	2.5%	2.17%
AA-	מדד	גזית גלוב אג"ח 12	8	4%	3.8%	מדד	כלל ביטוח ט'	8	2.33%	2%
AA-	מדד	אלוני חץ ח'	3.74	1%	1.36%	מדד	גזית גלוב ד	3.85	2.02%	2.37%
AA-	שקלי	לאומי התחייבות נד' 400	4.5	3.25%	2.34%	שקלי	לאומי שה נד *201	4.7	1.41%	1.13%
AA-	שקלי	מיונאן אגח א	4.2	3.73%	2.89%	מדד	אמות אגח ב	4.5	1.25%	1.5%

* אג"ח צמית שמועד הפדיון שלו יכול להידחות

לעתים העיזות גדול עוד יותר והוא קיים אפילו בין אג"ח שונים של אותה חברה. קחו למשל את האג"ח החדש של בנק לאומי (COCO). האג"ח (התחייבות נד' 400) מדורג AA- במח"מ 4.5 שנים נסחר בתשואה לפדיון של 3.25% ומרווח מעל ממשלתי של 2.34% וזאת לעומת שטר ההון של לאומי (שה נד 201) במחמ דומה (4.7) ודירוג זהה הנסחר בתשואה לפדיון של 1.41% ומרווח מעל ממשלתי של 1.16% (מדובר באג"ח צמית, שהפדיון שלו יכול להידחות).

אך אין ספק כי המקום שבו ההבדלים בין הדירוגים הוא הגדול ביותר הוא חברות הנדל"ן האמריקאיות שהנפיקו סדרות אג"ח גדולות בשוק המקומי. במקרה הזה, יש פערים גדולים מאוד ביניהן לבין אג"ח של חברות ישראליות מסקטור הנדל"ן ונראה כי גם כאן הסיבה היא בעיקר מתודולוגיית הדירוג. אם נבחן למשל את החברות המדורגות גבוה ביותר, AA-, דה זראסאי ומויניאן. אג"ח א' של מויניאן הוא שקלי במח"מ 4.2 ונסחר בתשואה לפדיון של 3.73% ובמרווח של 2.89% מאג"ח ממשלתי. מנגד, אג"ח ב של אמות למשל (AA-) הוא צמוד במח"מ של 4.5 עם תשואה לפדיון של 1.25% ומרווח מעל ממשלתי של 1.5% בלבד. גם ריט 1 אג"ח ג' (AA-) שהוא אמנם צמוד מדד אך בעל מח"מ קצת יותר קצר של 3.9 שנים נסחר בתשואה של 1.04% ומרווח מעל ממשלתי של 1.39% (רוב חברות הנדל"ן האמריקאיות הנפיקו אג"ח שקליים ומאחר שרוב האג"ח של חברות הנדל"ן המקומיות הם צמודים, כך שההשוואה הנכונה היא של המרווחים מעל ממשלתי).

הדוגמאות האלה מלמדות כי למרות שדירוגים של אג"ח זהים, התשואות לפדיון שלהם רחוקות מאוד – מה שמחזק את העובדה שהדירוג אינו חזות הכל. אם בדירוגים נמוכים עוד אפשר לומר כי סביר למצוא שונות גדולה בין חברות ובין התשואות, הרי שדווקא בדירוגים הגבוהים לא היינו מצפים להבדלים כאלה. נראה כי הדבר נובע מהעובדה שחברות הדירוג נותנות משקל שונה מזה שמעניק השוק לפרמטרים כמו מצבה החשבונאי, הסקטור שממנו מגיעה החברה, הסיכונים הענפיים הספציפיים שאליהם היא חשופה ואולי אפילו תנאים ספציפיים באג"ח עצמו.

כמנהלי השקעות זה הופך את המשימה שלנו למורכבת יותר, שכן הדירוג הופך למעשה רק לפרמטר ראשוני לסינון או בחירה של חברות, אך ההחלטה במי להשקיע בפועל צריכה להתקבל רק לאחר היכרות עם החברה עצמה ועם האופי של פעילותה, הנהלתה וכל הגורמים שלמעשה הדירוג לא הצליח לכמת אותם והשוק אולי כן. ובתקופה שבה נראה כי האפיק הקונצרני מתאושש לאחר תקופה ארוכה של ביצועי חסר, לבחירה הנכונה של אג"ח עשוי להיות משקל משמעותי בביצועי תיק ההשקעות.

הכותב הוא מנהל השקעות בהראל פיא. הכותב 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 הפיננסיים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.