תיק אישי

נווט יומי להשקעות שלך

האם להשתתף בהנפקות אג"ח חדשות?

חברות מגייסות אג"ח כשהן צריכות ובעיקר כשהן יכולות. אחרי תקופת יובש, בשבועות האחרונים הונפקו מספר אג"ח קונצרניות. למי כדאי להשתתף בהנפקות, מה השיקולים ומתי להעדיף אג"ח זבל ● מבוך האג"ח (1) / רועי ברגמן

(איור: istockphoto)

המשבר בשווקים הפך את שוק ההנפקות בתל־אביב למגרש רפאים. חברות שתכננו להנפיק הבינו שזה לא הזמן הנכון, והחזירו את תוכניות הגיוס למגירה. עד החודש הארוך. בתוך פרק זמן קצר הונפקו חמש אג"ח קונצרניות וכנראה שאפשר לצפות להנפקות נוספות. התעוררות השוק מעלה את השאלה, האם למשקיעים כדאי להשתתף בהנפקות האלה והאם האג"ח שמונפקות בתנאי השוק החדשים והקשים יותר יספקו את הסחורה?

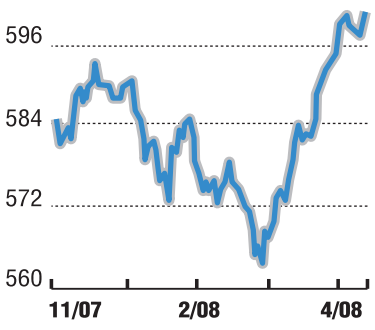
"אני חושב שכל הנפקה מההנפקות החדשות צריכה להיבחן לגופה", אומר אודי וייסמן, מנהל תחום אג"ח באקסלנס נשואה. "לא משנה אם זו הנפקה של חברה חדשה או הרחבת סדרה קיימת – תמיד יכול להיות זמן מתאים להנפקות חדשות. הכול תלוי שאלה של מחיר וסיכון.

"יחסית עדיין מדובר ביובש בהנפקות הקונצרניות. אלו הנפקות מעטות יחסית, זה בהחלט לא גל", מוסיף וייסמן. "אם החברות לא באות לגייס, כנראה שהן לא לחוצות על כסף. הן גייסו סכומים גבוהים בשנים האחרונות בתנאי מימון נוחים".

תשואות יותר נמוכות, הנפקות יותר קטנות

"ההנפקות החדשות יצאו בדירוגי A פחות או יותר, ורובן במח"מ בינוני ולאו דווקא ארוך", מציין וייסמן, ומוסיף שרוב ההנפקות היו בהיקף קטן יחסית, פרט לאמפל שגייסה כ־600 מיליון שקל. "נכון לעכשיו, עדיין אין באופק הנפקות גדולות ויכול להיות שהן יבואו רק אחרי המדדים הגדולים הבאים", הוא מוסיף.

מדד אג"ח High Yield של מריל לינץ' בדולרים



וייסמן: "כל הנפקה חדשה צריכה להיבחן לגופה. תמיד יכול להיות זמן מתאים להנפקות חדשות, זו שאלה של מחיר וסיכון"

וייסמן מתכוון למדד אפריל הגבוה (1.5%) ולציפיות למדדים גבוהים גם בחודשים הבאים. האינפלציה מייקרת את עלויות המימון של החברות שמנפיקות אג"ח צמודות מדד.

בנוסף, החברות שואפות להקטין את הקופון כדי לחסוך בעלויות המימון – משימה לא פשוטה, אולם לדברי ויסמן, "חברות יכולות לגייס היום בתשואות טובות יותר מלפני חודשיים־שלושה".

אחת ההנפקות המדוברות ביותר היא הנפקת ני"ע מסחריים (CP) שביצעה ריט 1. "בגלל הקרנות הכספיות יש ביקוש גדול ל־CP", מסביר וייסמן.

הקרנות קונות את ניה"ע המסחריים למטרה אחת ויחידה – העלאת התשואה במוצר שאמור להיות אלטרנטיבה לפק"מ. בחודשים האחרונים היו מספר הנפקות של ני"ע מסחריים, והצלחת הקרנות הכספיות צפויה להמשיך ולהגדיל שוק ה־CP החדש יחסית בישראל.

עוד קטגוריה שבולטת לאחרונה היא אג"ח High Yield – אג"ח שנושאות קופון גבוה, בדרך כלל מעל 8%. כאשר הדירוג שלהן בינוני ומטה הן נחשבות לאג"ח זבל.

פתיחת המרווחים בעקבות המשבר יצרה הזדמנויות רבות באג"ח High Yield בשוק המקומי, ומנהלי קרנות הנאמנות מיהרו לקפוץ על העגלה. היום לפחות 10 קרנות של מנהלים שונים מתמחות בתחום. מהנפקות החודש האחרון רק סדרה אחת, של דורי הנדסה, מוגדרת כ־High Yield. בשאר ההנפקה נקבע קופון נמוך יותר.

הזדמנויות בזבל של ארה"ב

גם בשוק האג"ח האמריקני נפתחו בחודשים האחרונים הזדמנויות בתחום ה־High Yield. "במקביל לתיקון בשוק האג"ח המקומי, אנחנו לא יכולים שלא לפזול לארה"ב, שם נפתחו לאחרונה המרווחים בין האג"ח בדירוג נמוך לבין האג"ח הממשלתיות", אומר הראל גילאון, מנכ"ל משותף באופנהיימר ישראל. לדבריו, המרווחים החדשים הם נקודת כניסה מעניינת לשוק גדול ומרתק.

כדי להמחיש את ההזדמנות בשוק האמריקני, גילאון הולך להיסטוריה של מדד האג"ח High Yield של מריל לינץ' (H0A0). במהלך 2006, אומר גילאון, השיג המדד תשואה מצוינת של 11.8%, כשהמרווח מול אג"ח של ממשלת ארה"ב ל־10 שנים היה 2.92%. "בתחילת 2007 כבר היה ברור שעקב המרווח הנמוך יחסית התשואות יהיו צמודות יותר לקופון, כפי שאכן קרה", הוא אומר.

במחצית הראשונה של 2007 המדד המשיך להציג תשואה חיובית אך נמוכה יותר, ובמחצית השנייה של השנה, עם התפרצות משבר הסאב־פריים, המדד שינה כיוון וירד ב־2.49%. את השנה כולה המדד עדיין הצליח לסיים בתשואה חיובית.

ברבעון הראשון של 2008, אומר גילאון, הסיפור השתנה לגמרי, כשהמדד ירד ביותר מ־3% והמרווח נפתח ל־8.11%. שינוי כיוון נוסף נרשם בחודש שעבר, כשהמדד השיג תשואה חיובית של 3.27% והמרווח הצטמק ל־7%.

מה זה אומר לגבי העתיד? לדברי גילאון, קשה לחזות אם נקודת הפיתול מצביעה על שינוי מגמה ומה תהיה ההשפעה של סממני המיתון בארה"ב. הוא חוזר לאוקטובר 1989, אז משבר החסכונות וההלוואות הכניס את ארה"ב למיתון קשה בו שיעור חדלות הפירעון עלה דרמטית מ־3.7% ל־15% באפריל 1991.

המסקנה של גילאון היא שהזדמנות הקנייה לטווח ארוך נראתה באוקטובר 1989, עם עליית המרווח ל־7% ומעלה. "למרות שבהמשך נמשכה היחלשות המדד, ההתאוששות לא איחרה לבוא וכבר בשנה העוקבת הוא הציג תשואה של 9%, ובשלוש השנים הבאות עלה בכ־15% בשנה", הוא אומר.

כמובן - יש סיכונים

גילאון מדגיש שני סיכונים בהשתתפות בהנפקות אג"ח היום. ראשית, הסיכוי שמהנקודה הנוכחית במרווח (6.7%) המדד ימשיך ויחלש, והמרווח עשוי להגיע לרמה של 10% ומעלה. הסיכון השני הוא בעלייה בשיעור חדלות הפירעון (Default) של החברות המנפיקות, מהשפל ההיסטורי של 1.48% לרמה שקרובה לממוצע הרב־שנתי (4.3%).

עם זאת, הוא מאמין שתהליכי הורדת הריבית, המאמצים לייצר נזילות וריבית הלייבור הנוחה, מרפדים את שוק ה־High Yield לפחות בתקופה הקרובה. בנוסף, לאור התנאים הנוחים בשלוש השנים האחרונות חברות רבות שיפרו את המאזנים שלהן ומימנו מחדש חלק נכבד מחובן. במצב כזה, הסיכוי לחדלות פירעון קטן.

גילאון מאמין שנקודת הזמן הנוכחית יכולה להיות נקודת כניסה ראשונית לשוק, בהתבסס על התרחישים ההיסטוריים. עם זאת, הוא מדגיש, הכניסה לשוק מחייבת ניתוחי אשראי למיון המנפיקות

הנפקות האג"ח האחרונות בת"א

אג"ח	מחיר (ש')	קופון ברוטו	מח"מ
דורי הנדסה סד' 4	108.5	7.33%	3.70
מבני תעשיה סד' 11	106.0	4.83%	4.99
אמפל אמריקן סד' 2	103.9	6.25%	4.79

קרנות ישראליות בקטגוריית High Yield*

אג"ח	מחיר (ש')	תשואה מתחילת השנה	נכסים (במיל' ש')
תמיר פישמן High Yield	95.3	4.3%	27.7
דש High Yield	265.3	3.9%	7.3
אקסלנס חברות High Yield	102.3	2.2%	70.3
פריזמה High Yield	107.8	1.8%	11.9
פסגות High Yield ללא מניות	98.4	0.1%	319.3

*חמש הקרנות שהניבו את התשואה הגבוהה ביותר מתחילת השנה

ETFs זרים על מדדי High Yield

ETF	סימול	מחיר (ד')	נכסים*
iShares iBoxx High Yield	HYG	99.3	425.0
SPDR Lehman High Yield Bond	JNK	46.1	185.9
PowerShares High Yield	PHB	24.2	6.9

* במיליוני דולרים (נכון ל־31 במארס)

מתחייבים לשקיפות מקסימלית

קרן פטורה. (2) OA - ללא חשיפה למניות ועד 10% חשיפה למט"ח בערך מוחלט. (3) קרן חדשה הונפקה בתאריך 19.5.08. התאמת נכסי הקרן למדיניות ההשקעה תסתיים לא יאוחר מ-45 יום מתאריך ההנפקה. (4) נכון למאי 2008. כל עוד לא יוחלט אחרת ע"י מנהל הקרן. (5) לפחות 80% מנכסי הקרן מושקעים
פרסום זה אינו מהווה הצעה לרכישת יחידות השתתפות בקרן. הרכישה תיעשה רק על פי התשקיפים שבתוקף והשינויים בהם. המידע הנ"ל אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות ו/או מס המתחשב בנתונים ובצרכים של כל משקיע. הפרסום אינו מהווה תיאור ממצה של כל הוראות המיסוי. **אין בתשואות ובדירוגי**

תיק אישי

נווט יומי להשקעות שלך

למי יש אומץ להשקיע ב־CDOs?

מירב בן כנען הלר ממדרוג מאמינה ש־CDOs, ני"ע מגובי חוב, הפכו למילה גסה שלא בצדק ושמשתלם להשקיע בהם ● מבוך האג"ח (2) / יעל שוורצברט

ש סיטואציות שיכולות לבלבל את המשקיעים. למשל, כשל־צד הביקורת על המגוון הגדול של ני"ע מגובי נכסים ומאוגחים בשנית, שזיהמו את מאזני הבנקים הגדולים בעולם והובילו למשבר הנוכחי, ממשיכים להנ־פיק מכשירים כאלה או דומים להם ולט־עון שאינם מסוכנים.

למשל CDOs (Collateralized Debt Obligation), ני"ע מגובים במא־גר אג"ח, הלוואות ונכסים אחרים, במח"מ ובדרגות סיכון שונות. ה־CDO מחולק לשכבות שונות (טרנצ'ים) בדרגות סיכון שונה. כלל האצבע הוא שכלל שהמשקיע חשוף לטרנץ' ברמת סיכון גבוהה יותר כך ה־CDO ישלם לו יותר.

לאחרונה הונפקו בארץ כמה CDOs כאלה (ראו טבלה), שבהן החוב הוא אג"ח. רו"ח מירב בן כנען הלר, ראש תחום מכשירים מובנים במדרוג, מאמינה שזה רק עניין של זמן עד שהמשקיעים יבינו שכדאי להם לקנות CDOs מגובים בנכסים כחול־לבן, שיני־בו תשואה גבוהה משל אג"ח ממשלתיות.

"המושג CDO הפך למילה גסה, וגרם למוצרים שבעבר היו בבחינת 'אם אתה לא שם אתה לא קיים' להיחשב להשקעה מסוכ־נת שצריך לברוח ממנה", טוענת בן כנען הלר. "למשקיעים המוסדיים יש נטייה להסתכל על ה־CDO הישראלי ולהש־וות אותו למה שהונפק בעולם – מה שלא בהכרח נכון". היא אומרת.

בחודשים האחרונים בן כנען דירגה וליוותה את ההנפקה של מספר CDOs, שנכסם הבסיס שמגבה אותן הוא אג"ח קונ־צרניות ישראליות המדורגות Baa ומעלה. מהפוזיציה הזו, בן כנען משוכנעת שלמ־רות הפוסט טראומה של משבר הסאב־פריים, הנפקת חוב כנגד תיק נכסים מחויב המציאות בשוק ההון הישראלי.

● מה ירוויח המשקיע מה־CDOs?

"המשקיע יכול לרכוש בנייר אחד חשיפה לפורטפוליו של אג"ח קונצרניות בדירוג ובמח"מ המתאימים לו, ולא את הפורטפוליו עצמו. כלומר במקום לרכוש חלק יחסי מכ־50 ניירות לא סחירים הוא רוכש נייר אחד סחיר".

המשקיע הישראלי שנחשף ל־CDOs אמריקניות, שנכסם הבסיס שלהם היה משכנתאות מאוגחות, יתקשה להבין את הגישה החיובית של בן כנען. היא מזכירה שב־2007 95% מהורדות הדירוג היו במו־צרים אחרים, מורכבים וממונפים יותר, ושבמשפחת מוצרי ה־CDOs שיעור הור־דות הדירוג היה 0.6% בלבד אשתקד.

● זה נשמע כמעט סטרילי.

"צריך להבחין בין תהליך האיגוח לבין הנכסים המגבים. ברור שכשל בנכ־סי הבסיס ישפיע על ה־CDO. כשבאים לבחון את מהות הסיכון צריך להתייחס למספר פרמטרים. ראשית, מהם נכסי הבסיס המגבים? אפשר לבדוק את מדד ה־WARF (Weighted Average Rating Factor), שמייצג את הדירוג המשוקלל של התיק.

"במכשירים שהונפקו עד היום בשוק הישראלי, אוגחו נכסים מגבים בעלי WARF המתאים לקבוצת ה־A ומע־לה. וזאת מפני שבישראל, בניגוד לעו־לם, מונפקות בעיקר אג"ח קונצרניות באיכות של A ו־Aa.

"השאלה הבאה היא מהו פיזור הנכסים המגבים בתיק. תמונה טובה ייתן לנו מדד ה־DS (Diversity Score), שמייצג את מספר ההלוואות הזהות בתיק, ולוקח בחש־בון את המשקל של כל אג"ח, התלות בין האג"ח וחשיפה ענפית. ככל שהמספר הזה גבוה יותר כך התיק מפוזר יותר.

"פרמטר חשוב נוסף הוא מפל התש־לומים בעסקה, מי בתכל'ס מקבל ראשון ובאיזו נקודה מפסיקים לשלם לסדרות הנחותות יותר ומאיצים פירעון לשכבות הבכירות יותר.

"אם האג"ח עובד בשיטת ה־Sequential לא משולמת קרן לשכבות (טרנצ'ים) הנחו־תות עד שהשכבה הבכירה יותר לא קיב־לה את כל הקרן המגיעה לה. אם האג"ח משלם בשיטת Pro–Rata נקבע המנגנון משלם חלק יחסי מהקרן בהתאם לחלוקה בין השכבות".

● מה לגבי סחירות?

"זה חשוב. מה מידת הסחירות, מי הם עושי השוק ומהו המרווח שהם מתחייבים לצטט. ככל שהמרווח נמוך יותר כך הסיכוי לסחי־רות אמיתית ונזילות גבוה יותר". ●

CDOs ישראליים

תאריך הנפקה	תמיר פישמן אג"ח חכם	גליל מור	גלובל פיננס
תאריך הנפקה	תשקיף טרם הנפקה	6.3.2008	9.12.07
היקף גיוס (במיל' ש')	–	654.4	1,371.5
WARF	35.18	61.47	35.18
DS	14	16	11
מח"מ התיק	3.42	3.75	4.22
מפל תשלומים	PRO RATA	SEQUENTIAL	PRO RATA
נכסים מגבים עיקריים (אחזקות עיקריות)		חברת חשמל (9.5%), חברה לישראל (9.4%), קבוצת דלק (6.2%)	חברת חשמל (11.4%), קבוצת דלק (10.3%), חברה לישראל (10.3%)

סיכוי לתשואה גבוהה מאג"ח ממשלתיות. מירב בן כנען הלר (צילום: אסנת קרסנסקי)

פיזור להקטנת הסיכונים? לא בטוח

בחנו לעומק את הנכסים המגבים של שלוש הסדרות שהנפיקה גליל מור ושתי הסדרות האחרונות שהנפיקה גלובל פיננס GR8. למרות הציפייה שלנו לפיזור סקטו־ריאלי שיקטין את הסיכון, גילינו שהמכ־שירים האלה לא בדיוק מפוזרים.

מה שיותר מטריד הוא שעיקר החשיפה היא דווקא למגזר הנדל"ן: 22% באג"ח של גליל מור ו־28% באג"ח של GR8. בנוסף, אג"ח של אפריקה ישראל, החברה ליש־ראל, חברת החשמל וקבוצת דלק מהווים 30%־40% מהנכסים המגבים, תלוי בסד־רה. חשוב לציין כי כשל תזרימי של 7% בנכסים המגבים יפגע מיידית במחזיקי הסדרות הבכירות, וזאת בהנחה האופטי־מית שכל החברות הללו, אם יגיעו לחד־לות פירעון, יזכו לשיעור שיקום נכסים של יותר מ־40%. ●

ברנז'ה

בלוג

ההתניה התאגידית

כור הודיעה השבוע על קבלת קו אשראי לגיבוי החלטתה להשקיע "במניות של מוסדות פיננסיים אירופאים מסוימים". התקשורת ניסתה להסביר את הרציונל בבסיס ההחלטה – במיוחד לגבי מניות **קרדיט סוויס וברקליס**, אותן אישר דירקטוריון כור לרכוש. הנימוקים שהועלו התמקדו, בין היתר, ביחסים פיננסיים בסיסיים – מכפילי רווח, מכפילי הון ותשואה על הון.

האם ניתן לאמוד השקעה בבנקים לפי יחסים פיננסיים פשו־טים? האם מכפיל הון נמוך, בצמוד לתשואה היסטורית גבוהה על ההון לאורך, נאמר, שנתיים־שלוש, הם אינדיקטורים טובים לסבירות ההשקעה בבנקים? למרות מורכבות הנושא, התשובה תלויה מן הסתם באיכות הנתונים. מהי באמת אמינותו של אותו הון? עד כמה מייצג הרווח?

קוראי בלוג המדידות בוודאי זוכרים את משנתו של **בנג'מין גראהם** ביחס לאיכותו הלא מייצגת של הרווח השנתי. משקיע המסתמך על רווח גבוה שהושג בשלביו האחרונים של סייקל כלכ־לי פרוע לצורך חיזוי רווח עתידי, ימצא עצמו מהר מאוד מחזיק מניות יקרות למדי. באופן דומה, נכסים המשוערכים לפי אומד־נים המבוססים רק על נתונים שנדגמו באותו סייקל חיובי, יזניקו בשעת מבחן כל מכפיל הון נמוך לסטרטוספירה.

הפתרון המהיר של גראהם, מיצוע דגימות לאורך הסייקל הכלכלי ויישום הממוצע ביחס הפיננסי הרלבנטי, עוזר במידת מה להגיע לנתון מייצג ראוי, אך זה רק פתרון טקטי להערכת רציונל ההשקעה.

האם קיים נתון על שמאפשר לבחון השקעה במוסד פיננסי? הרי משקיעים מאוד מתוחכמים הצליחו להפסיד ממון רב בסקטור האכזרי הזה

אם הרווח השנתי או ההון העצמי המדווח לא ממש עוזרים, כיצד, אם בכלל, יכול משקיע לבחון השקעה במוסד פיננסי? הרי גם משקיעים מתוחכמים מאוד הצליחו להפסיד ממון רב בהשקעות בסקטור האכזרי הזה (**ג'ז לואים בבר סטרנס, אדי למפרט בסיטיגרופ** ועוד). האם בכלל קיים נתון־על שאותו המשקיעים צריכים לבחון?

סיפור נחמד על ילד קטן שמתגורר בחווה בטקסס יכול, אולי, לעזור. בשיעור חשבון בביה"ס המקומי המורה שאלה את התלמידים, "יש בריר תשעה כבשים. אחד קפץ החוצה. כמה נשארו?". כל התלמידים השיבו נכונה, "שמונה כבשים", ורק הילד הקטן טען שלא נשארו כבשים כלל. המורה אמרה לו שהוא לא מבין חשבון, והוא השיב לה שהיא לא מבינה בכבשים.

כשאני בוחן השקעה פיננסית במניות בנקים אני תמיד חוזר למכתב של וורן באפט מ־1990. הוא נותן שם שיעור פיננסי לא רע, וגם מציין את הבעיה הגדולה ביותר של הבנקים, ההתניה התאגידית, אותה נטייה הרסנית לחקות את מעשי המתחרים מבלי להתחשב בסבירות מעשיהם.

לכן, אם לתמצת את התורה על רגל אחת, אפשר לומר שמש־קיע בסקטור הפיננסי צריך לחפש את אותו בנק שמדגים לאורך תקופה סבירה התנהגות הפוכה בדיוק. למצוא בנק שלא נגרר אחרי מתחריו לפעולות לא זהירות, ונשמר מכך גם (ואולי במיוחד) בשנים הפרועות בהן השוק מתגמל את אוהבי הסיכו־נים (רק כדי להשפילם לאחר מכן).

בכנס האחרון באומהה נשאל באפט במפורש על מה הוא מסת־כל לפני שהוא קונה מניות בנקים. התשובה שלו מסכמת את כל מה שכתבתי: "הכול תלוי ב־DNA המוסדי כפי שהוא משתקף מאופיו של המנכ"ל". בסביבה כה ממונפת ורגישה, האופי חשוב יותר מכל מספר.

● **עודד קרייזל ("מר רפי נלסון")**

לבלוג המדידות: http://blog.tapuz.co.il/rafinelson

JWT ISRAEL
פיא (OA)[2] תל בונד-30 נבחרות[3]
חדש![3]
מנהל הקרן יבחר 30 איגרות חוב נבחרות מתוך מדד התל בונד 60. תהליך הבחירה והפרסום ייעשה בתחילת כל רבעון קלנדרי.
מחיר קנייה = מחיר פידיון[4] | דמי ניהול 0.8% | מס' ני"ע 5110689
קרן חדשה![3] ניתן לרכוש בכל סניפי הבנקים
מוקד מקצועי ליועצים: 03-7546111 | 1-800-398-398 | www.pia.co.il
הראל פיא קרנות נאמנות בשביל השקט הנפשי שלך
ברשימת האג"ח הנבחרות.
הקרנות בעבר כדי להעיד על תשואותיהן ודירוגן בעתיד.
מקבוצת הראל ביטוח ופיננסים