



# ניתוח נתוני אג"ח קונצרני סחיר

## דוח מיוחד | פברואר 2012

1

**מחבר:**

שי פילר, אנליסט

[shayf@midroog.co.il](mailto:shayf@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דו"ח זה הינה לנתח את נתוני הנפקות האג"ח הקונצרני הסחיר בישראל בשנת 2011 ואת יתרת תיק האג"ח הקונצרני הסחיר בישראל, יתרתו במונחי ערך נקוב לחודש דצמבר 2011 הסתכמה בכ - 262 מיליארד ₪ ע.ג. על פני כ - 807 סדרות אג"ח. הנתונים לעיל ולהלן מבוססים על מערכת מגמה, נתוני הבורסה לני"ע ועיבודים של חברת מידרוג. להלן דגשים עיקריים לגבי בסיס הנתונים ששימש בנייתו זה:

1. בסיס הנתונים מעודכן לאמצע חודש דצמבר 2011.
2. בסיס הנתונים והניתוח הינם במונחי ערך נקוב רשום למסחר ולא במונחי שווי שוק או פארי.
3. בסיס הנתונים כולל אג"ח קונצרני סחיר ואג"ח קונצרני שנסחר ברצף המוסדי, לרבות אג"ח להמרה. בסיס הנתונים והניתוח להלן אינם כוללים אג"ח קונצרני שהונפק למשקיעים מוסדיים ולא נרשם ברצף המוסדי, לגבי אין נתונים פומביים.
4. בסיס הנתונים כולל אג"ח חברות בלבד ואינו כולל מוצרי מדד, תעודות פקדון ואג"ח מובנה.
5. לוחות הסילוקין המוצגים בדוח אינם כוללים ריבית והצמדה. כמו כן לוחות הסילוקין אינם מתחשבים באג"ח שנרכשו ברכישה חוזרת על ידי חברות ולא נמחקו מהמסחר.
6. לוחות הסילוקין אינם כוללים סדרות המצויות בהסדר חוב.
7. הנתונים על התפלגות הדירוגים מתייחסים לדירוג של סדרות האג"ח לחודש דצמבר 2011 המדורגות לפחות על ידי אחת מחברות הדירוג בישראל.

## סיכום

- סך תיק האג"ח הקונצרני לסוף שנת 2011 הסתכם בכ - 263 מיליארד ₪ ערך נקוב לעומת כ - 242 מיליארד ₪ ערך נקוב לפני כשנה<sup>1</sup> - גידול של כ-9%.
- הדירוג החציוני במונחי ערך נקוב של תיק האג"ח הקונצרני, ללא מוסדות פיננסיים, הינו A1. כ - 53% מהערך הנקוב מצוי בדירוג השקעה של A1 ומעלה (כ - 65% כולל מוסדות פיננסיים). הדירוג החציוני במונחי מספר מנפיקים הינו A3.
- בתום שנת 2011 כ - 7.0 מיליארד ₪ ערך נקוב מתוך תיק האג"ח הקונצרני (שהינם כ - 2.6% מסך התיק או 3.7% מסך התיק ללא בנקים וביטוח), היה מצוי בשלבים שונים של הסדר חוב או לקראתו, זאת לעומת כ - 3.7 מיליארד ₪ בתום שנת 2010 וכ - 13.8 מיליארד ₪ בתום שנת 2009. מעל למחצית הערך הנקוב בהסדר חוב לסוף שנת 2011 (כ-4.5 מיליארד ₪) מיוחס לענף נדל"ן ובינוי. בין יתר הסדרי החוב שהושלמו במהלך 2010 נכללים שני הסדרי חוב משמעותיים: אפריקה השקעות וצים (אג"ח בסך של כ-6.2 וכ-1.3 מיליארד ₪, בהתאמה). בשנת 2011 נכנסו להסדר חוב שלושה מנפיקים גדולים יחסית: דלק נדל"ן (1.8 מיליארד ₪ ערך נקוב), אמפל (0.95 מיליארד ₪ ערך נקוב) ונטאו (0.6 מיליארד ₪ ערך נקוב). עם זאת, כ-70% מסך האג"ח בהסדר מיוחס למנפיקים עם פחות מ - 150 מיליון ₪ ערך נקוב.
- שלוש הקבוצות העסקיות הגדולות (קבוצת אי.די.בי, קבוצת דלק/אלעד וקבוצת החברה לישראל) מרכזות יחד כ - 30% מיתרת הערך הנקוב לסוף שנת 2011, זאת בניטרול בנקים וחברות ביטוח (שיעור דומה לסוף שנה קודמת).

<sup>1</sup> ראה גם דו"ח מיוחד על ניתוח אג"ח קונצרני מחודש דצמבר 2011 באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



חמש הקבוצות הגדולות (קבוצת אי.די.בי, קבוצת דלק/אלעד, קבוצת החברה לישראל, קבוצת גזית גלוב, וקבוצת בזק/חלל) מרכזות כ- 40% מיתרת הערך הנקוב<sup>2</sup>. ענף נדל"ן ובינוי וענף הבנקאות מרכזים את יתרת הערך הנקוב הגבוהה ביותר: כ- 26% כל אחד מהם. הענף השלישי בגודלו הן חברות האחזקה המרכזות כ-17% מסך הערך הנקוב.

- בשנת 2012 עומד לפירעון אג"ח קונצרני בסך של כ- 24 מיליארד ₪ במונחי ערך נקוב, לעומת כ- 19 מיליארד ₪ ערך נקוב שעמדו לפירעון בשנת 2011. ללא מוסדות פיננסים - בנקים וחברות ביטוח<sup>3</sup>, היקף הפירעונות בשנת 2012 מסתכם בכ- 22 מיליארד ₪ ערך נקוב, לעומת כ- 18 מיליארד ₪ שעמדו לפירעון בשנת 2011. בשנים 2013 - 2014 היקף הפירעונות הצפוי הוא כ- 25 מיליארד ₪ בכל שנה (ללא בנקים וחברות ביטוח). יש להדגיש כי הנתונים לגבי לוח הפירעונות אינם כוללים אג"ח בהסדר, כך שפריסת לוחות הסילוקין לאג"ח שבהסדר יכול שתשפיעה על עומסי הפירעון בשנים הקרובות.
- היקף הפירעונות הצפוי בענף הנדל"ן והבינוי בשנת 2012 עומד על כ- 8 מיליארד ₪ ערך נקוב, המהווים כ- 14% מסך הערך הנקוב המיוחס לענף זה. עומס הפירעונות בענף הנדל"ן והבינוי גבוה יחסית ליתר הענפים והוא נובע מגל הנפקות גדול בשנת 2007 (עם מספר שנות גרייס) על ידי חברות נדל"ן.
- חברות האחזקה<sup>4</sup> מאופיינות בעומס פירעונות גבוה יחסית בשנת 2012, שני בהיקפו לענף הנדל"ן, בסך של כ- 5.5 מיליארד ₪ ערך נקוב, המהווים כ- 13% מסך החוב המיוחס לחברות האחזקה. בשנתיים הבאות נשמר קצב פירעונות דומה.
- להלן סכומי הפירעונות הצפויים בשלוש השנים הבאות, בהתפלגות לפי דירוגים (ללא בנקים וחברות ביטוח) במונחי ערך נקוב לדצמבר 2011, במיליארדי ₪:

שנת 2014	שנת 2013	שנת 2012	
9.4	7.8	6.1	קבוצת AA
10.5	11.6	11.1	קבוצת A
3.0	3.1	2.2	קבוצת Baa
0.2	0.3	0.3	דירוג ספקולטיבי
3.6	2.4	2.3	לא מדורג
<b>26.7</b>	<b>25.0</b>	<b>22.0</b>	<b>סה"כ ללא בנקים וחברות ביטוח</b>

- היקף ההנפקות של אג"ח קונצרני בשנת 2011 הסתכם בכ- 38 מיליארד ₪ ערך נקוב, בהשוואה לכ- 41 מיליארד ₪ ערך נקוב בשנת 2010 - קיטון של כ- 7%; היקף ההנפקות בשנת 2011 ללא בנקים, חברות ביטוח וחברות ממשלתיות הסתכם בכ- 20 מיליארד ₪ ערך נקוב - ירידה של כ- 11% לעומת שנת 2010.
- הירידה בהיקף ההנפקות בשנת 2011 אפיינה את מרבית הענפים הבולטים, ובעיקר את חברות האחזקה (ירידה של כ- 60%), הבנקים (ירידה של כ- 20%) וחברות נדל"ן ובינוי (ירידה של כ- 17%). מנגד חל גידול חד בהנפקות של חברות התקשורת (גידול של פי 3.0) וחברות תשתית ממשלתיות (גידול של פי 5.0).

<sup>2</sup> האחזקים שצוינו כוללים אגרות חוב שהונפקו הן על ידי חברות האחזקה עצמן והן על ידי החברות התפעוליות המוחזקות על ידן. האחזקים אינם כוללים אג"ח וכתבי התחייבות נדחים שהונפקו על ידי בנקים וחברות ביטוח המוחזקות בידי הקבוצות העסקיות הגדולות.

<sup>3</sup> לוח הסילוקין של ההתחייבות שמנפיקים בנקים וחברות ביטוח - בעיקר כתבי התחייבות נדחים מסוגיים שונים, שונה במאפייניו מזה של חברות קורפורטיב, ומאופיין במח"מ ארוך מאוד. לאור זאת הניתוח מנטרל את לוחות הסילוקין של הבנקים וחברות הביטוח.

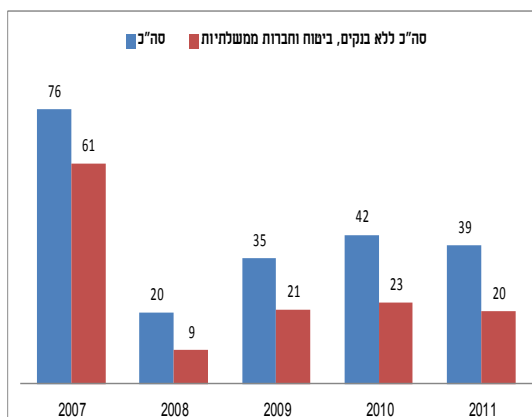
<sup>4</sup> ענף חברות האחזקה כולל גם חברות נכס המחזיקות בשליטה בחברות התקשורת.

- ריכוז של מנפיקים גדולים ואיכותיים בשנת 2011: חמשת המנפיקים הגדולים ריכזו כ - 45% מסך ההנפקות בשנה זו (ללא הנפקות של מוסדות פיננסיים) וזאת לעומת שיעור של 20% בשנת 2010. המנפיקים הבולטים בשנת 2011 היו חברת החשמל, בזק, סלקום, הוט, פרטנר ומקורות. העלייה בחלקם של המנפיקים הגדולים נובעת להערכתנו מהאי וודאות הגבוהה בשווקי ההון, אשר מובילה לשמרנות בהשקעות חדשות, וכן מיישום המלצות וועדת חודק.
- ענף נדל"ן ובינוי הוביל בשנת 2011 הנפקות בהיקף של כ-7.3 מיליארד ₪ ערך נקוב לעומת כ-8.6 מיליארד ₪ ערך נקוב בשנת 2010. המנפיקות הגדולות בענף הנדל"ן בשנת 2011 היו קבוצת מליסרון (כ - 15% מסך הערך הנקוב שהונפק בענף הנדל"ן), קבוצת נכסים ובנין (כ - 13%), גזית (כ - 6%), קבוצת אלוני חץ (כ - 7%). גיוסים מועטים בענף הנדל"ן והמשך פירעונות גרמו לירידה מסוימת בחלקו בתיק האג"ח הקונצרני.

### גיוסי אג"ח קונצרני בשנת 2011 - מגמות עיקריות

**ירידה בהיקף גיוסי האג"ח הקונצרני בשנת 2011 - מותנה עקב גיוס משמעותי של חברת החשמל**

הנפקות אג"ח קונצרני, במיליארדי ש"ח ערך נקוב



במהלך 2011 הונפקו בבורסה אג"ח קונצרניות בערך נקוב של כ - 39 מיליארד ₪ לעומת כ - 42 מיליארד ₪ בשנת 2010, קיטון של כ - 7%. היקף גיוסי האג"ח בתחום הקורפורייט (חברות שאינן בנקים, חברות ביטוח וחברות בבעלות ממשלתית: חח"י, מקורות, ונתג"ז) הסתכם בכ - 20 מיליארד ₪, ירידה של 11% לעומת 2010. מגזר הבנקאות לבדו רשם ירידה של 21% בהיקף הגיוסים לעומת שנה שעברה.

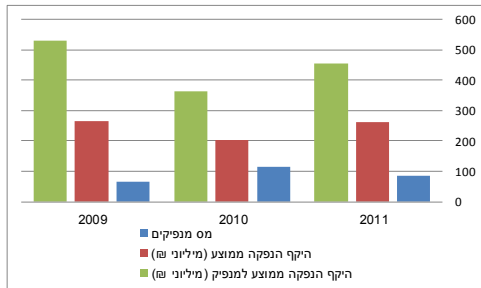
חברות תשתית ממשלתיות גייסו בשנת 2011 כ - 5 מיליארד ₪ לעומת כ - 0.8 מיליארד ₪ בשנת 2010, מתוכם כ - 4 מיליארד ₪ גיוסו ע"י חברת החשמל. העלייה בהיקף הגיוס של החברות הממשלתיות עזרה למתן את הירידה בהיקף הגיוסים.

### גיוסי אג"ח בוצעו בעיקר על ידי מנפיקים גדולים ואיכותיים

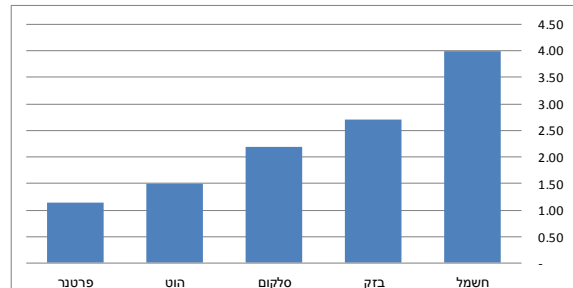
המנפיקים הבולטים בשנת 2011, שאינם מוסדות פיננסיים, היו חברת החשמל, בזק, סלקום, הוט, פרטנר ומקורות. ריכוזיות המנפיקים בשנת 2011 הייתה גבוהה בהשוואה לשנה הקודמת, כאשר חברת החשמל ובזק אחראיות לכ - 10% וכ - 7% מסך ההנפקות לשנה, בהתאמה (16% ו- 11% מסך ההנפקות, בהתאמה, ללא בנקים וביטוח). בניטרול המוסדות הפיננסיים, חמשת המנפיקים הגדולים ריכזו יחד כ - 45% מסך ההנפקות, עלייה חדה לעומת 2010, שבה נתון זה עמד על כ - 20%.

גודל הנפקה ממוצעת בשנת 2011 עמד על כ - 261 מיליון ₪ ע.ג. לעומת כ - 202 מיליון ₪ בשנת 2010. מספר המנפיקים בשנת 2011 היה כ - 85 לעומת כ - 115 בשנת 2010. מאפיינים אלו של ריכוז מנפיקים גדולים ואיכותיים אפיינו גם את שנת 2009, שבדומה לשנת 2011 אופיינה באי-וודאות גבוהה בשוק ההון שמובילה להיעדרות של מנפיקים קטנים ולדומיננטיות של המנפיקים האיכותיים.

**התפלגות הנפקות\***



**שנת 2011: מנפיקים גדולים, במיליארדי ש"ח ערך נקוב**



\* היקף הנפקה ממוצע - סך ערך נקוב שהונפק בשנה מחולק במספר ההנפקות בשנה (כולל סדרות שהונפקו יותר מפעם אחת בשנה זו); היקף הנפקה ממוצע למנפיק - סך ערך נקוב שהונפק בשנה מחולק בסך מספר המנפיקים בשנה.

**ענף התקשורת הוביל את גיוסי הקורפורייט בשנת 2011**

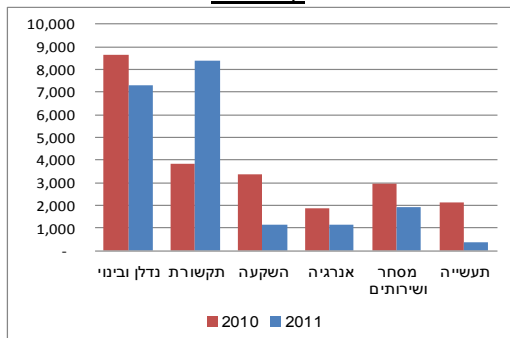
ענף התקשורת וחברות התשתית הממשלתיות היו בין הענפים הבולטים שהציגו גידול בהיקף ההנפקות בשנת 2011, כאשר ביתר הענפים חלה ירידה בהיקף הגיוסים לעומת 2010. ענף התקשורת<sup>5</sup> ריכז בשנת 2011 הנפקות אג"ח בסך של כ- 7.5 מיליארד ₪ ערך נקוב, גידול של כ- 300% לעומת 2010 ובהיקף דומה לגיוסים של ענף הנדל"ן והבינוי. פעילות הגיוסים של ענף התקשורת התרכזת ברובה ברבעון הראשון והשני של שנת 2011, וזאת בעיקר לצורך מימון מהלכי ההתבססות של קבוצת התקשורת הגדולות (רכישת סמייל על ידי פרטנר, מיזוג נטוויז'ן לתוך סלקום והיערכות קבוצת הוט למיזוג עם מירס), תוך ניצול תוצאות השיא שהציג הענף בשנת 2010. במחצית השנייה של השנה חלה ירידה חדה בהיקף ההנפקות של ענף זה.

**ירידה בהיקף הנפקות נדל"ן ובינוי**

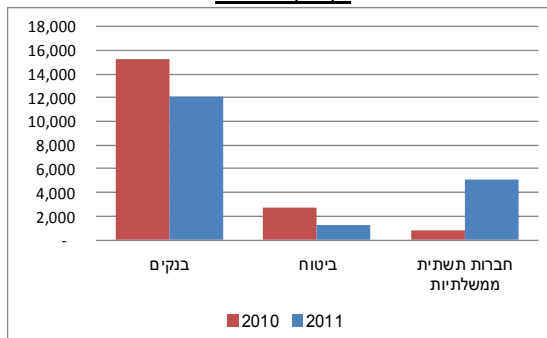
היקף ההנפקות בענף נדל"ן ובינוי בשנת 2011 הסתכם בכ- 7.3 מיליארד ש"ח ערך נקוב לעומת כ-8.6 מיליארד ש"ח ערך נקוב בשנת 2010: ירידה של כ-15%. פרופיל המנפיקים בענף הוסיף להיות גבוה, וכ- 66% מההנפקות (במונחי ערך נקוב) בוצעו על ידי מנפיקים בדירוג A2 ומעלה, בהשוואה לשיעור של כ-60% בשנת 2010.

**גיוס אג"ח קונצרני 2011 מול 2010, במיליוני ₪ ערך נקוב**

**קורפורייט**



**נון - קורפורייט**



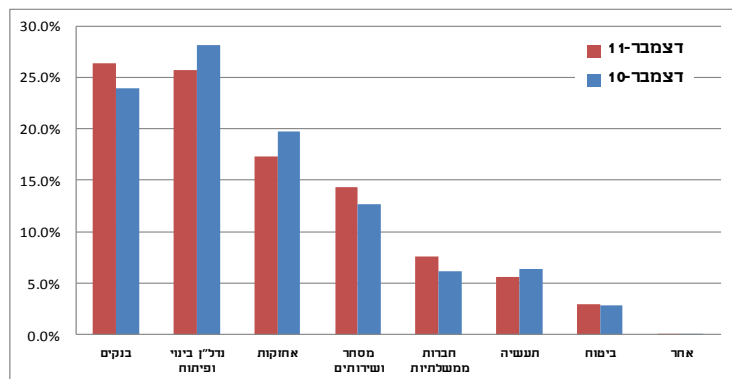
<sup>5</sup> הנתונים המתייחסים לענף התקשורת בדוח זה אינם כוללים חברות האחזקה בתקשורת. אלו נכללות במסגרת ענף חברות האחזקות.

## יתרת תיק האג"ח הקונצרני לסוף שנת 2011 - מאפיינים ומגמות

גידול של כ- 9% ביתרת תיק האג"ח הקונצרני במהלך שנת 2011, ירידה במשקלם של ענף הנדל"ן וחברות האחזקה לטובת גידול במשקל ענף הבנקאות

סך תיק האג"ח הקונצרני לסוף שנת 2011 הסתכם בכ - 263 מיליארד ש"ח. לעומת כ - 242 מיליארד ש"ח. ע.ג. לסוף שנת 2010 - גידול של כ - 9%. במהלך 2011 נפרעו כ - 19 מיליארד ש"ח. ע.ג. וגויס אג"ח בהיקף של כ - 39 מיליארד ש"ח. ע.ג. בבחינת ההתפלגות הענפית, הבנקים וענף הנדל"ן ובינוי הוסיפו להוות את הענפים הדומיננטיים ביתרת הערך הנקוב, אולם בשנת 2011 ירד במידה מסוימת חלקו של ענף הנדל"ן ובינוי ומנגד עלה חלקם של הבנקים. השינוי נבע מירידה בהיקף הגיוסים בענף הנדל"ן במהלך שנת 2011 תוך כדי המשך פירעונות. ענף הבנקאות ריכז כ - 69 מיליארד ש"ח. ע.ג. לסוף שנת 2011 (כ - 26.5% מסך הע.ג.), ואחריו ענף הנדל"ן והבינוי עם יתרת ע.ג. בסך של כ - 67 מיליארד ש"ח. ע.ג. (כ- 25.5%). הקבוצה השלישית הבולטת הן חברות האחזקה עם כ - 45 מיליארד ש"ח. ע.ג. (כ - 17%), ירידה לעומת שנה שעברה, גם כן עקב מיעוט הגיוסים ביחס לפירעונות.

התפלגות יתרת ע.ג. אג"ח קונצרני לפי ענפים מרכזיים

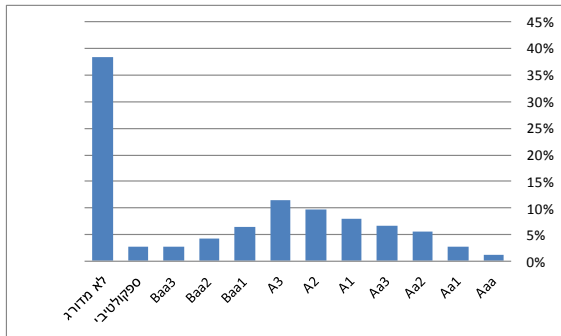


מרבית הערך הנקוב מדורג; התפלגות הדירוגים מוטה כלפי מעלה מהדומיננטיות של המנפיקים הגדולים כ- 93% מיתרת הערך הנקוב לסוף שנת 2011 הינן סדרות אג"ח מדורגות<sup>6</sup>, גידול קל לעומת שנה שעברה (90%). בבחינת השוק הקונצרני ללא מוסדות פיננסיים (בנקים וביטוח) ניתן להבחין כי 90% מיתרת הערך הנקוב הינו מדורג, לעומת כ- 86% בשנת 2010. הדירוג החציוני במונחי ערך נקוב (ללא מוסדות פיננסיים) הינו A1. כ- 55% מיתרת הערך הנקוב ללא מוסדות פיננסיים מצויה בדירוג A1 ומעלה (כ- 67% כולל המוסדות הפיננסיים). בבחינת התפלגות הדירוגים במונחי מספר מנפיקים, ניתן לראות התפלגות נורמאלית סביב הדירוג A3. הפער בין התפלגות הדירוגים במונחי ערך נקוב לבין התפלגות הדירוגים במונחי מספר מנפיקים מצביע על כך שקיימת קורלציה חיובית בין איכות המנפיק לבין גודלו, כאשר באופן טבעי, מנפיקים גדולים מרכזים הנפקות גדולות יותר. יתרת הערך הנקוב שאינו מדורג מהווה כ- 10% מסך יתרת הערך הנקוב ללא מוסדות פיננסיים, לעומת כ - 14% בשנה שעברה (ירידה מכ - 24 מיליארד ש"ח. ל - 18 מיליארד ש"ח. ע.ג. השנוי נובע בעיקר מדירוג האג"ח של חברת אפריקה ישראל במהלך שנת 2011. שיעור המנפיקים שאינם מדורגים הינו גבוה יותר, כ- 38% מסך המנפיקים, אולם אלו בעיקר מנפיקים קטנים.

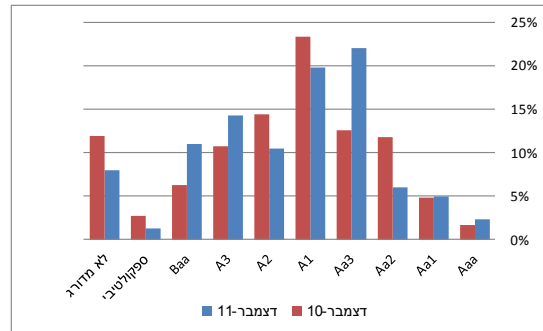
<sup>6</sup> מדידת הערך הנקוב המדורג והתפלגות הדירוגים מתייחסת לסדרות המדורגות לפחות על ידי אחת מחברות הדירוג בישראל או על ידי שתיהן.

**התפלגות אג"ח קונצרני לפי דירוגים**

**במונחי מספר מנפיקים - לסוף שנת 2011**



**במונחי יתרת ערך נקוב לסוף שנה: 2011 לעומת 2010\***



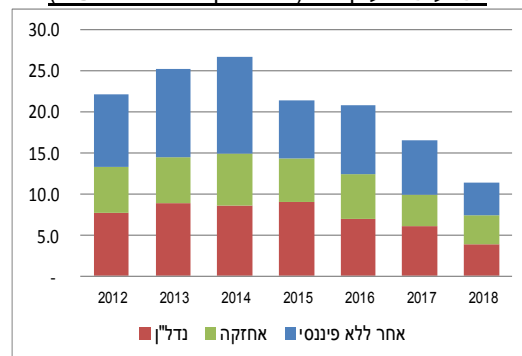
\* הגידול ביתרת הערך הנקוב בדירוגים Aa3 ו- A3 לעומת קיטון בחלקם של הדירוגים A1 ו-A2 בשנת 2011. נובע משינויים בדירוג של מנפיקים גדולים דוגמת חברת החשמל, גזית גלוב וקבוצת אידיבי.

**גידול בעומס הפירעונות בשנים 2012 - 2014**

בשנת 2012 עומד לפירעון אג"ח קונצרני בסך של כ- 24 מיליארד ש"ח ערך נקוב (הסכום במונחי ערך נקוב אינו כולל הצמדה וריבית שנצברה. הסכום במונחי פארי הינו גבוה יותר), לעומת כ- 19 מיליארד ש"ח ערך נקוב שעמדו לפירעון בשנת 2011. היקף הפירעונות בשנת 2012, ללא מוסדות פיננסיים - בנקים וחברות ביטוח<sup>7</sup>, מסתכם בכ- 22 מיליארד ש"ח ערך נקוב, לעומת כ- 18 מיליארד ש"ח שעמדו לפירעון בשנת 2011. בשנים 2013 - 2014 היקף הפירעונות (ללא בנקים וחברות ביטוח) גדל לכ- 25 מיליארד ש"ח בכל שנה. יש להדגיש כי כל הנתונים לגבי הפירעונות, לעיל ולהלן, אינם כוללים אג"ח בהסדר.

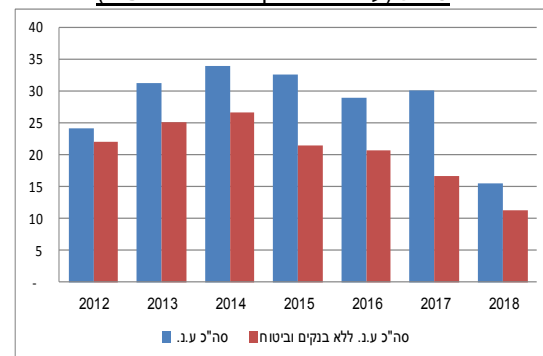
בדומה לחלקו הגבוה ביתרת הערך הנקוב של האג"ח, ענף הנדל"ן בולט גם בחלקו בפירעונות ומהווה כ-35% מהפירעונות בשנת 2012 (ללא בנקים וביטוח), שהם כ- 8 מיליארד ש"ח, בדומה להיקף הפירעונות בשנת 2011. חברות האחזקה<sup>8</sup> מאופיינות בעומס פירעונות גבוה יחסית בשנת 2012, שני בהיקפו לענף הנדל"ן, בסך של כ- 5.5 מיליארד ש"ח ערך נקוב המהווים כ-25% מסך הפירעונות בשנה זו ללא בנקים וביטוח. בשנתיים הבאות נשמר קצב פירעונות דומה.

**לוח סילוקין לפירעון יתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011 - ללא אג"ח בהסדר, במיליארדי ש"ח ערך נקוב (לפי ענפים עיקריים (ללא בנקים וחברות ביטוח))**



\* יתרה לפירעון החל משנת 2019 במיליארדי ש"ח ע"ג, אחזקה-8 נדל"ן - 11 אחר ללא פיננסי - 15

**סה"כ (עם וללא בנקים וחברות ביטוח)**



\* יתרה לפירעון החל משנת 2019 הינה כ-58 מיליארד ש"ח ערך נקוב וכ-34 מיליארד ש"ח ערך נקוב ללא הבנקים וחברות הביטוח.

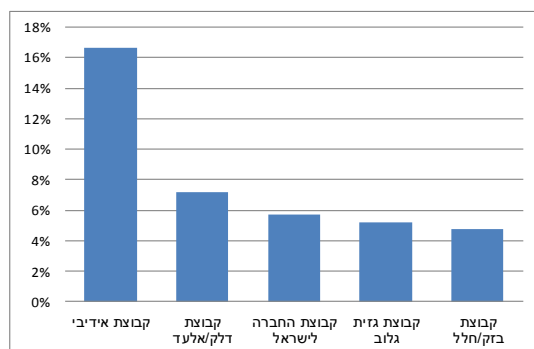
<sup>7</sup> לוח הסילוקין של ההתחייבות שמנפיקים בנקים וחברות ביטוח - בעיקר כתבי התחייבות נדחים מסוגיים שונים, שונה במאפייניו מזה של חברות קורפורטיים, ומאופיין במח"מ ארוך מאוד. לאור זאת הניתוח מנטרל את לוחות הסילוקין של הבנקים וחברות הביטוח.  
<sup>8</sup> ענף חברות האחזקה כולל גם חברות נכס המחזיקות בשליטה בחברות התקשורת.

להלן סכומי הפירעונות הצפויים בשלוש השנים הקרובות לפי הדירוג הנוכחי של המנפיקים (ללא בנקים וחברות ביטוח), במיליארדי ש"ח ערך נקוב:

שנת 2014	שנת 2013	שנת 2012	
9.4	7.8	6.1	קבוצת AA
10.5	11.6	11.1	קבוצת A
3.0	3.1	2.2	קבוצת Baa
0.2	0.3	0.3	דירוג ספקולטיבי
3.6	2.4	2.3	לא מדורג
<b>26.7</b>	<b>25.0</b>	<b>22.0</b>	<b>סה"כ ללא בנקים וחברות ביטוח</b>

**חמש הקבוצות הגדולות מרכזות כ- 40% מסך הערך הנקוב של האג"ח הקונצרני (ללא בנקים וחברות ביטוח)**

חלקן של הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הערך הנקוב לדצמבר 2011 (ללא בנקים וביטוח)



בשוק האג"ח הקונצרני בישראל פועלות מספר קבוצות עסקיות המרכזות היקף מהותי של אג"ח מונפק. הקבוצות כוללות את חברות המטה ואת האחזקות התפעוליות שבידיהן. יש לציין כי הנתונים בגרף משמאל אינם כוללים אג"ח וכתבי התחייבות נדחים שהונפקו על ידי בנקים וחברות ביטוח - הן בצד סך הערך הנקוב והן בצד הקבוצות העסקיות.

**ענף הנדל"ן והבינוי**

**ענף הנדל"ן והבינוי שמר על חלקו הבולט ביתרת האג"ח הקונצרני**

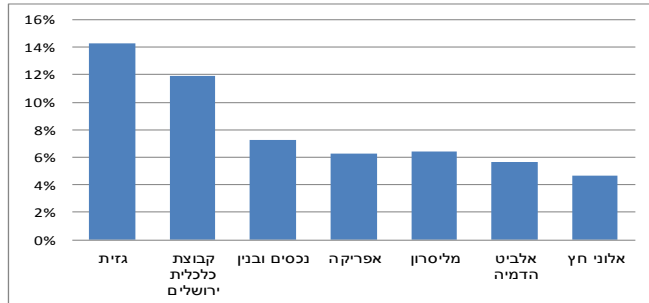
ענף הנדל"ן והבינוי מרכז כ-26% מיתרת הערך הנקוב של האג"ח הקונצרניות, בסך של כ- 67.5 מיליארד ש"ח לחודש דצמבר 2011. בנטרול מוסדות פיננסים, חלקו של הענף הינו כ- 37%, ללא שינוי מהותי מדצמבר 2010. בשנת 2011 הונפק על ידי ענף הנדל"ן כ- 7.3 מיליארד ש"ח ערך נקוב לעומת כ- 8.6 מיליארד ש"ח ערך נקוב בשנת 2010. כ- 4.5 מיליארד ש"ח מהערך הנקוב בענף מצוי בשלבים שונים של הסדר חוב בהשוואה לכ- 3.0 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2010. הגידול בהיקף החוב בהסדר נבע בעיקר מכניסתה להסדר של דלק נדל"ן (המחזיקה כ- 1.8 מיליארד ש"ח ערך נקוב לסוף דצמבר 2011). לצד זאת, נכנסו להסדר מספר מנפיקים נוספים, קטנים יותר, ובמקביל יצאו מהסדר מספר מנפיקים אחרים.

**חמשת המנפיקים הגדולים מרכזים כ-46% מהערך הנקוב בענף הנדל"ן**

ענף הנדל"ן מאופיין בדומיננטיות של מספר מנפיקים גדולים המרכזים כמחצית מערך הנקוב. ואולם יתר הערך הנקוב מתפלג על פני מספר רב של מנפיקים קטנים.

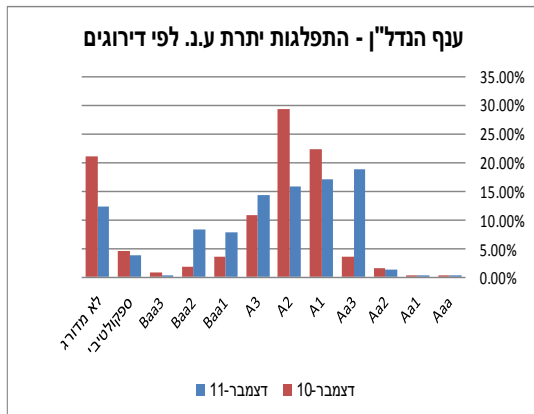


**ענף הנדל"ן - התפלגות מנפיקים גדולים יתרת ע.ג. דצמבר 2011\***



\* "גזית" כולל גזית גלוב, נורסטאר וגזית ישראל; "קבוצת כלכלית ירושלים" כולל מבני תעשייה, כלכלית לירושלים, דרבן ומירלנד; "אפריקה" כולל אפריקה נכסים, אפריקה ישראל ואפריקה מגורים; "אלביט הדמיה" כולל גם פלאזה סנטרס; "נכסים ובנין" כולל גם גב ים וישפרו; "מליסרון" כולל גם בריטיש ישראל, בריטיש נכסים; "אלוני חץ" כולל גם אמות.

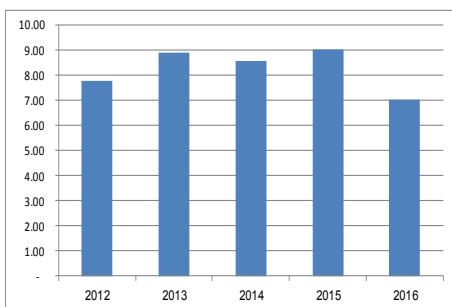
**התפלגות הדירוגים בענף מושפעת מהדומיננטיות של קבוצת הנדל"ן המניב הגדולות**



כ-88% מהערך הנקוב המונפק של ענף הנדל"ן מדורג על ידי לפחות אחת מחברות הדירוג. מרבית הערך הנקוב המדורג (67%) נמצא בדירוג A3 ומעלה. בשנה האחרונה חלו מספר שינויים בדירוגי חברות נדל"ן אשר השפיעו במידה חדה על התפלגות הדירוגים בענף. העלאת דירוג לחברת גזית גלוב הגדילה משמעותית את נפח דירוג Aa3 והקטינה את חלקו של הדירוג A1. הורדת הדירוג לאלביט הדמיה גרמה לתזוזה מדירוג A2 לדירוג Baa1.

התפלגות הדירוגים בענף הנדל"ן מאופיינת בריכוז גבוה בדירוגים הגבוהים ובדירוגים הנמוכים. הדבר נובע מהמאפיינים שתוארו לעיל: ריבוי מנפיקים קטנים מאוד לצד מספר מנפיקים גדולים מאוד.

**ענף הנדל"ן: לוח סילוקין לפירעון יתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011 (מיליארד ₪)**



\* משנת 2017 ואילך עומד היקף הפירעונות על כ-20 מיליארד ₪ ע.ג.

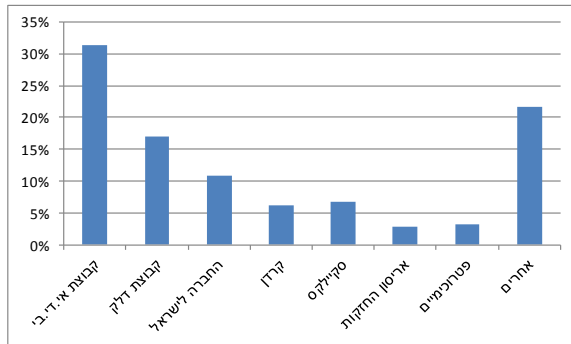
**עומס פירעונות גבוה בשנים הקרובות בענף הנדל"ן**

היקף הפירעונות בענף הנדל"ן בשנת 2012 עומד על כ-8 מיליארד ₪ ערך נקוב<sup>9</sup> (ללא סדרות אג"ח בהסדר חוב), היקף דומה לפירעונות בשנת 2011 (בהתחשב בסדרות שנכנסו להסדר חוב בין השנים). בשנת 2013 תחול עלייה נוספת והיקף הפירעונות בענף צפוי להגיע לסך של כ-9 מיליארד ₪ ולהישמר סביב רמה זו בשנים הבאות. עומס הפירעונות בענף זה גבוה יחסית ליתר הענפים והוא נובע מגל הנפקות גדול בשנת 2007, כולל מספר שנות גרייס, ובהתחשב גם במח"מ של האג"ח בענף.

<sup>9</sup> הערך הנקוב העומד לפירעון בשנת 2012 בסך כ-8.0 מיליארד ₪ נמוך מהסכום לפירעון שנצפה לפני כשנה (ראה דוח ניתוח אג"ח קונצרני 2010), וזאת בעיקר נוכח פדיון מוקדם של אג"ח (סדרה כ"ה) בסך כ-1.0 מיליארד ₪ ערך נקוב שביצעה אפריקה השקעות בינואר 2011, ואמור היה להיפרע במקור במאי 2012. כמו כן, במהלך 2011 נכנסו להסדר חוב סדרות אג"ח שאמורות היו לפרוע כ-0.6 מיליארד ₪ ערך נקוב (קרן בלבד) במהלך 2012, ואשר אינן נכללות עוד בלוח הסילוקין הנוכחי.

**ירידה בחלקן של חברות האחזקה ביתרת הערך הנקוב נוכח מיעוט גיוסים בשנה החולפת**

**חברות אחזקה: התפלגות יתרת הערך הנקוב לפי קבוצות מנפיקים\***



\* הנתונים כוללים רק אג"ח שהונפקו בידי חברות האחזקה עצמן וחברות המטה - ללא אג"ח של החברות התפעוליות.

ענף חברות האחזקה מרכז כ - 17% מסך הערך הנקוב לחודש דצמבר 2011, ביתרה של כ - 45 מיליארד ש"ח ערך נקוב, ירידה לעומת 2010 אז היווה 20% משוק האג"ח, הקיטון חל עקב קיטון בהיקף הגיוסים בשנת 2011 ביחס לפירעונות באותה שנה. בשנת 2011 הונפקו על ידי חברות אחזקה כ - 2.0 מיליארד ש"ח ערך נקוב שהיוו כ- 6% מסך ההנפקות בתקופה. קיטון מהותי לעומת שנה שעברה אז הונפקו כ - 5.3 מיליארד ש"ח ע.ג. (13% מסך ההנפקות לשנת 2010). כאמור, ענף חברות האחזקה בדוח זה כולל בתוכו גם את החברות המחזיקות בגרעיני השליטה בחברות התקשורת.

ענף האחזקות ריכוזי מאוד. שלושת המנפיקים הגדולים מבין חברות האחזקה הם קבוצת אידיבי, קבוצת דלק והחברה לישראל. מנפיקים אלו מרכזים כ - 60% מהערך הנקוב המיוחס לענף חברות האחזקה, בדומה לחלקם לפני שנה. חלקן של שלוש החברות הגדולות בסך יתרת הערך הנקוב, בכל הענפים, עם וולא מוסדות פיננסיים ניצב על כ - 10% וכ - 15%, בהתאמה - ירידה קלה בהשוואה לשנה קודמת.

יש להדגיש כי הנתונים בסעיף זה מתייחסים לאג"ח שהונפק על ידי חברות המטה של חברות האחזקה, ואינם כוללים אג"ח שהונפק על ידי החברות התפעוליות המוחזקות בידן.

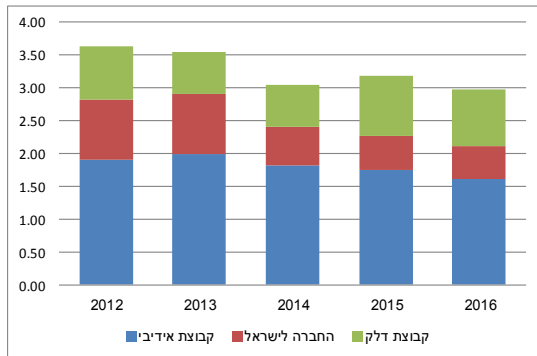
הקבוצה הדומיננטית הינה אידיבי (הכוללת את החברות אידיבי החזקות, אידיבי פתוח, דסק"ש, כת"ש ו - כור) , המחזיקה כ - 31% מסך הערך הנקוב שהונפק על ידי חברות אחזקה, שיעור דומה לסוף שנת 2010. חלקה של קבוצת דלק (הכוללת את דלק קבוצה ודלק פטרוליום) ביתרת הערך הנקוב בענף האחזקות עמד על שיעור של 17% בסוף שנת 2011 לעומת שיעור של 16% בסוף שנת 2010 ו - 11% בסוף שנת 2009. חברת האחזקות השלישית בגודלה בענף הינה החברה לישראל המרכזת כ-11% מהערך הנקוב בענף.

כ-92% מהערך הנקוב בענף האחזקה מדורג על ידי אחת מחברות הדירוג או שתיהן. התפלגות הדירוגים רחבה יחסית כאשר כ-38% בדירוג A1, כ-24% בדירוג A3 וכ - 12% בדירוג Baa1.

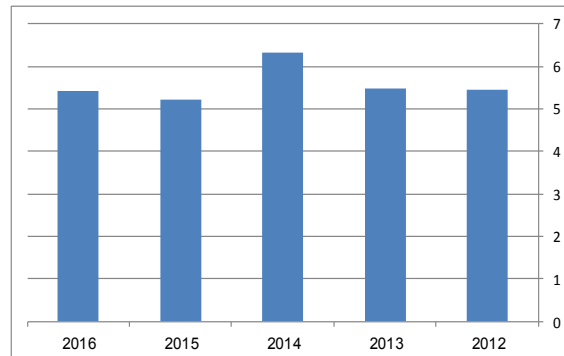
**עומס פירעונות גבוה ויציב בשנים הקרובות**

בשנת 2012 עומד לפירעון כ - 5.5 מיליארד ש"ח ערך נקוב בידי חברות האחזקות, המהווים כ - 13% מסך יתרת הערך הנקוב בענף זה. סכומים דומים ייפרעו גם בשנים הקרובות.

**חברות האחזקה הגדולות: לוח סילוקין לפירעון יתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011, במיליארדי ש"ח\***



**חברות אחזקה: לוח סילוקין לפירעון יתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011, במיליארדי ש"ח\***



\* הנתונים מתייחסים רק לאג"ח שהונפקו על ידי חברות האחזקה בעצמן ללא אג"ח שהונפקו על ידי החברות המוחזקות. הנתונים אינם כוללים כאמור אג"ח שאינם רשומות למסחר.

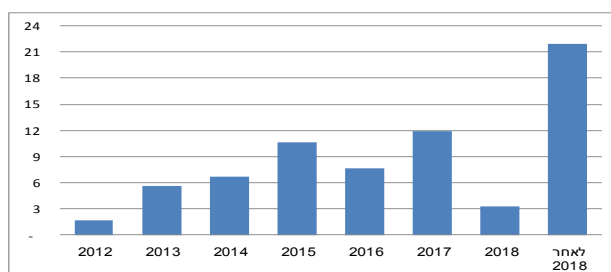
## בנקים

### הענף הגדול בתיק האג"ח ובעל ריכוזיות גבוהה

הבנקים מרכזים כ-26% מיתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011 בהיקף של כ-69 מיליארד ש"ח. במהלך שנת 2011 גדל חלקם בצורה מהותית עקב גיוסים נרחבים, ואף עקף את ענף הנדל"ן שנחשב לאורך שנים כגדול ביותר בשוק האג"ח הקונצרני. בשנת 2011 הנפיקו הבנקים כ-12 מיליארד ש"ח, כ-31% מסך הגיוסים לשנה זו. בשנים האחרונות ניכרת עליית מדרגה בהיקף גיוסי החוב בידי הבנקים: אם בשנים 2007 - 2008 היקף הגיוסים הסתכם בכ-10 מיליארד ש"ח ערך נקוב לשנה, הרי שבשנים 2009 - 2011 עלו הגיוסים להיקף של 12-15 מיליארד ש"ח בשנה. האצת הגיוסים של הבנקים בשנתיים האחרונות נועדה בין השאר לעבות את ההון העצמי על רקע החמרת דרישות ההון בעקבות אימוץ תקנות באזל 2. הריכוזיות בענף הבנקים גבוהה מאד, בנק פועלים ולאומי מהווים יחדיו כ-61% מסך הערך הנקוב שהונפק על ידי בנקים, וביחד עם קבוצת דיסקונט, מרכזות שלוש הקבוצות כ-74% מסך הערך הנקוב בענף. הדירוגים הגבוהים של הבנקים תורמים יציבות לתיק השקעות האג"ח, ובכך מקנים חוזק לתיק השקעות מוטת אג"ח קונצרני.

### לוח הסילוקין פרוס לטווח ארוך

**ענף הבנקאות: לוח סילוקין לפירעון יתרת הערך הנקוב בדצמבר 2011, במיליארדי ש"ח**



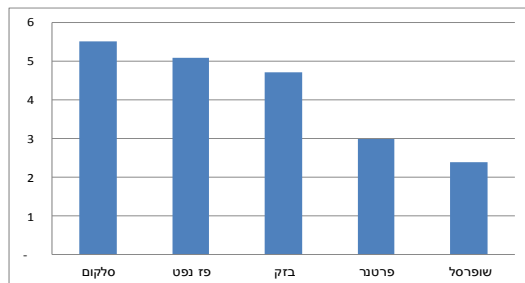
בשונה משאר הענפים, לוח הסילוקין של הבנקים פרוס לטווח ארוך, זאת עקב המאפיינים השונים של כתבי ההתחייבות הנדחים שהונפקו על ידי הבנקים. כתבי ההתחייבות מאופיינים במח"מ ארוך יחסית, הנובע מדרישות ההכרה בהם כחלק מההון המשני.

## ענף מסחר ושירותים

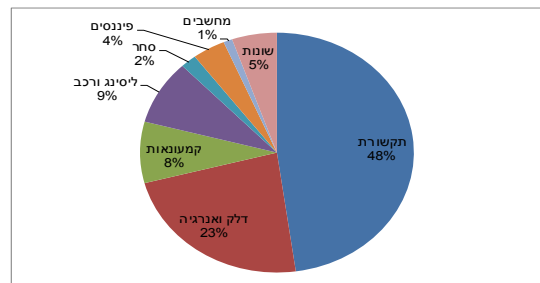
### התחזקות ענף מסחר ושירותים עקב גיוסים נרחבים בחברות תקשורת

ענף המסחר והשירותים מהווה כ- 14% מיתרת הערך הנקוב לדצמבר 2011, עלייה לעומת שנת 2010 בה היווה כ- 12.5% מסך שוק האג"ח (בדוח זה אנו מנטרלים מהענף את חברות התשתית הממשלתיות: מקורות, חח" ונתיבי הגז). ענף זה כולל מספר תתי-ענפים עיקריים, הבולטים הינם: תקשורת (כ- 48% מסך הערך הנקוב בענף), שיווק דלקים וזיקוק (כ- 23%), קמעונאות (כ- 8%) וליסינג (כ- 9%). יתר הענפים קטנים יותר. בשנת 2011 גדל חלקו של חברות התקשורת בענף נוכח גיוסים גבוהים בשנת 2011.

ענף מסחר ושירותים - מנפיקים עיקריים דצמבר 2011 (מיליארדי ₪)

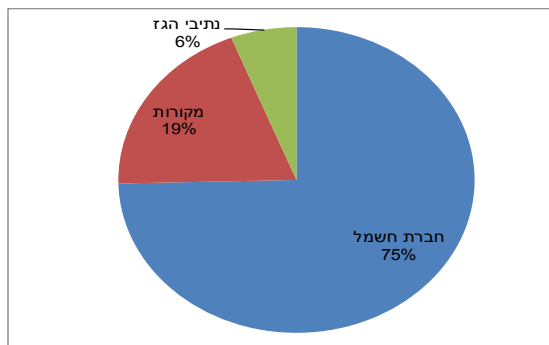


ענף מסחר ושירותים התפלגות ע.ג. דצמבר 2011



### חברות תשתית ממשלתיות

ענף חברות ממשלתיות התפלגות ע.ג. דצמבר 2011



עקב הנפקות נרחבות של חברות התשתית הגדולות בשנים האחרונות, הבעלות הממשלתית ומאפייני הפעילות הייחודיים, אנו בוחנים חברות אלו בנפרד מענף המסחר והשירותים. ענף התשתית כולל את חברת החשמל, נתיבי הגז ומקורות. חברות אלו מהוות כ- 7.7% מיתרת ע.ג. של שוק האג"ח בדצמבר 2011, שלוש החברות מדורגות בקבוצת Aa. בשנת 2011 ענף זה גייס כ- 5 מיליארד ₪, כאשר חברת החשמל גייסה את רוב הסכום כ- 4 מיליארד ₪.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

מידרוג איננה מחויבת ואיננה כבולה באמור במסמך זה, אשר נכתב כהנחיה כללית ואין באמור בו כדי להוות חלק מהמתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור במסמך ולשנות את עמדתה לגבי האמור בו בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור במסמך כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.