



סקירה שבועית // 4.11.18

אפיק האג"ח

סביבת המאקרו ושוק האג"ח

- נאוני סקר כוח האדם שפרסמה הלמ"ס מצביעים כי שיעורי האבטלה בישראל בגילאים 25-64 נותר ברבעון השלישי על 3.5%, בדומה לרבעון השני של השנה. שיעור התעסוקה בקרב קבוצת גיל זו נותר 77.6% בדומה לרבעון השני.
- ייצוא השירותים (ללא חברות הזנק) עלה באוגוסט ב-1.8%, בהמשך לעליה של 4.2% שנרשמה בחודש יולי. הייצור התעשייתי הציג בחודשים יוני-אוגוסט עלייה של 3.3%, האטה ביחס לקצב של 5.5% שנרשם בחודשים מרץ-מאי השנה.
- הסיכונים לעליה בשיעור האינפלציה בחודשים הקרובים פחתו. אנו ממליצים על אחזקה שווה בין השקלים והצמודים.

אג"ח קונצרני

- מדדי התל בונד הצמודים עלו בשבוע החולף בכ-0.15%, בעוד מדדי הבונד השקליים עלו בכ-0.3%, תיקון לירידות שנרשמו שבוע קודם לכן. מדד תל בונד גלובל בלט לחיוב עם עלייה של כמחצית האחוז.

סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

- שוק העבודה בארה"ב מציג נתונים חיוביים באוקטובר. דוח התעסוקה לחודש זה הצביע על גיוס של 250 אלף עובדים (צפי 200 אלף), שיעור האבטלה נותר ברמת שפל של 3.7% וקצב עליית שכר העבודה הממוצע בחודש זה עמד על 0.2% ובסיכום השנה האחרונה מציג גידול של 3.1%.
- מדד מנהלי הרכש במגזר היצרני בארה"ב ירד באוקטובר מרמה של 59.8 נק' ל-57.7, בעקבות חולשה בסחר הגלובלי.
- תשואות החוב הממשלתי ל-10 שנים בארה"ב עלו בשבוע החולף בכ-10 נק' בסיס לתשואה של 3.21% על רקע דו"ח תעסוקה חיובי. ההסתברות להעלאת ריבית בדצמבר כפי שהיא משתקפת מהפעילות בחוזים עלתה לכ-0.75%.
- הכלכלה האירופאית צמחה ברבעון השלישי בקצב רבעוני של 0.2%, אכזבה ביחס לצפי כי תצמח בשיעור של 0.4%. מדד מנהלי הרכש המשוקלל של גוש האירו ירד לרמתו הנמוכה ב-25 חודשים האחרונים ל-52.7 נק', עם זאת אינפלציית הליבה באוקטובר עלתה לרמה שנתית של 1.1% ביחס ל-0.9% חודש קודם לכן ושיעור האבטלה נותר בשיעור של 8.2%, רמת שפל ביחס לנובמבר 2008.

אפיק המניות

ישראל

- שבוע המסחר בת"א ננעל במגמה חיובית. ת"א ו-125 עלו בכ-2.8% בממוצע כל אחד. מניית טאוור בלטה בירידה של כ-10% עם פרסום דוחות גרועים כתוצאה מביקוש חלש לשבבים אנלוגיים והנמיכה שוב את תחזיותיה. בלטו בעליות שערים מניות קמטק, ביקום ואופקו אשר עלו ב-14%, 14% ו-12.3% בהתאמה.
- טבע הפתיעה את המשקיעים כאשר עקפה את התחזיות הרבעון והעלתה את תחזיתה השנתית בשל התקדמות מהירה של תוכנית ההתייעלות וירידה קטנה מהצפי במכירות הקופקסון. יחד עם זאת, ההכנסות ירדו ב-19% והרווח התפעולי התכווץ ב-25% בשל סביבה עסקית מאתגרת.
- כי"ל הגדילה את הרווח התפעולי ב-43% ואת הרווח הנקי ב-54% על רקע עליית של 22% במחירי האשלג והתייעלות במכרה בספרד. סביבת מחירי ה-Spot באשלג ממשיכה לעלות ותומכת בהמשך מגמת העלאת מחירים וכן, העמקת הרגולציה הסינית צפויה להוביל לדרישה גדולה יותר של דשנים.

ארה"ב

- מדדי ארה"ב סגרו את השבוע בעליות שערים חדות. סקטור חומרי הגלם זינק ב-6.1% עקב דוחות חזקים של DowDupont. סקטור הפיננסים עלה ב-4.4% בהובלת הבנקים בשל עליית התשואות.
- Apple ירדה בכ-6.6% כאשר פרסמה הכנסות שיא אך תחזיותיה לרבעון הבא היו נמוכות מהצפי ומשקיעים הופתעו לגלות שהחברה לא תתן יותר גילוי על מספר היחידות שנמכרו בכל מוצר, מהלך שמעלה תהיות בקשר לשקיפות החברה.
- SolarEdge ירדה בכ-9% כאשר דוחותיה הצביעו על שחיקה חדה בשולי הרווח הגולמי עקב מכסי יבוא, מחסור בחלקי ייצור והעתקת פעילות יצור מסין לאירופה. עם זאת, החברה סיפקה תחזית מכירות גבוהה מתחזיות האנליסטים.

אירופה

- מדדי אירופה סיכמו שבוע חיובי כאשר מדד האירוסטוקס 600 עלה ב-3.3%. השבוע התאפיין בתיאבון לסיכון במניות מחזוריות כמו חברות כרייה, יצרניות רכב ובנקים.
- דוחות של 125 חברות מתוך מדד Stoxx600 מצביעים על צמיחה של 14.2% ברווח למניה. אך האטה ביצוא אירופאי לסין, וחששות מאקרו הובילו להנמכת תחזיות רווח מצד אנליסטים, לראשונה מחודש ספטמבר 2017.

מדדי אג"ח ממשלתי	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי אג"ח חברות	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מח"מ	ת' פנימית	מרווח
מדד מק"מ	277.8	0.00%	0.06%	מדד תל בונד 60	336.3	0.13%	0.70%	3.8	0.99%	1.22%
ממשלתי קבוע 2-5 שנים	431.5	-0.08%	-1.00%	מדד תל בונד צמודות	337.8	0.15%	0.82%	3.8	1.01%	1.23%
ממשלתי קבוע +5 שנים	620.1	-0.33%	-2.83%	מדד תל בונד תשואות	356.1	0.45%	-0.85%	3.7	2.41%	2.66%
ממשלתי מדד 2-5 שנים	274.9	-0.12%	0.63%	מדד תל בונד לא צמודות	346.3	0.28%	-1.46%	3.6	3.11%	2.06%
ממשלתי מדד 10-5 שנים	351.7	-0.32%	-0.77%	מדד תל בונד שקלי	371.0	0.30%	-1.83%	3.8	3.36%	2.20%
אג"ח כללי	352.0	-0.07%	-0.43%	מדד תל בונד תשואות שקלי	354.8	0.39%	-3.34%	3.4	5.21%	4.17%
מדדי מניות בישראל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי מניות בחו"ל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה			
מדד ת"א 35	1611.4	2.75%	6.73%	S&P 500	2740.4	2.42%	1.85%			
מדד ת"א 125	1458.2	2.84%	6.88%	Nasdaq 100	7069.2	1.65%	8.89%			
מדד ת"א 90	1145.8	3.06%	5.15%	Eurostoxx 600	363.1	3.33%	-6.45%			
מדד ת"א צמיחה	1246.9	1.21%	-5.01%	DAX 40	11468.5	2.84%	-10.83%			
מדד ת"א נדל"ן	542.0	2.02%	-4.17%	MSCI World	490.0	3.13%	-4.49%			
מדד ת"א בנקים-5	2135.0	1.99%	8.96%	MSCI Emerging Markets	996.7	6.08%	-13.96%			





זרקור // חברות BDC

חברות BDC (Development Company Business) מוגדרות בארה"ב כחברות לפיתוח עסקים. החברות הללו הינן קרנות השקעה סגורות הכפופות לרגולציה של חטיבת ניהול ההשקעות של רשות ני"ע בארה"ב, ה-SEC. פעילות החברות הללו מעוגנת בחוק חברות ההשקעות האמריקאי (ACT 1940) שמטרתו יצירת אפיק מימון חלופי לבנקים עבור חברות. מטרת חברות ה-BDC הינן יצירת הכנסות שוטפות ורווחי הון בעיקר באמצעות מתן הלוואות לפירמות עסקיות. בדומה לרגולציה בקרנות הריט, על מנת להימנע מחבות מס חברות ה-BDC מחלקות 90% מההכנסה החייבת במס כדיבידנד.

הרגולציה בתחום שונתה לאחרונה במרץ 2018. בעוד שבעבר החברות יכלו לגייס חוב עד לגובה ההון העצמי בלבד, כלומר מינוף בשיעור של עד 50% וכפועל יוצא יחס כיסוי נכסים ביחס לחוב של 200% (שווי נכסים לחלק לגובה החוב), כיום החברות יכולות לגייס חוב עד לגובה של פי 2 ביחס להון העצמי ולפיכך המינוף המקסימלי בחברות יכול להגיע ל-67% הגוזר יחס כיסוי נכסים של 150%.

נציין, כי לא כל חברת BDC בחרה ליישם את מגבלת המינוף המקסימלית וכן כי אישור הגדלת רמת המינוף נדרש להתקבל ע"י דירקטוריון החברה או בעלי המניות. אישור להגדלת מינוף שהתקבל ע"י בעלי מניות יוכל להיכנס לתוקף יום למחרת האישור, בעוד אישור להגדלת מינוף שהתקבל ע"י דירקטוריון יוכל להיכנס לתוקף רק שנה לאחר קבלת האישור.

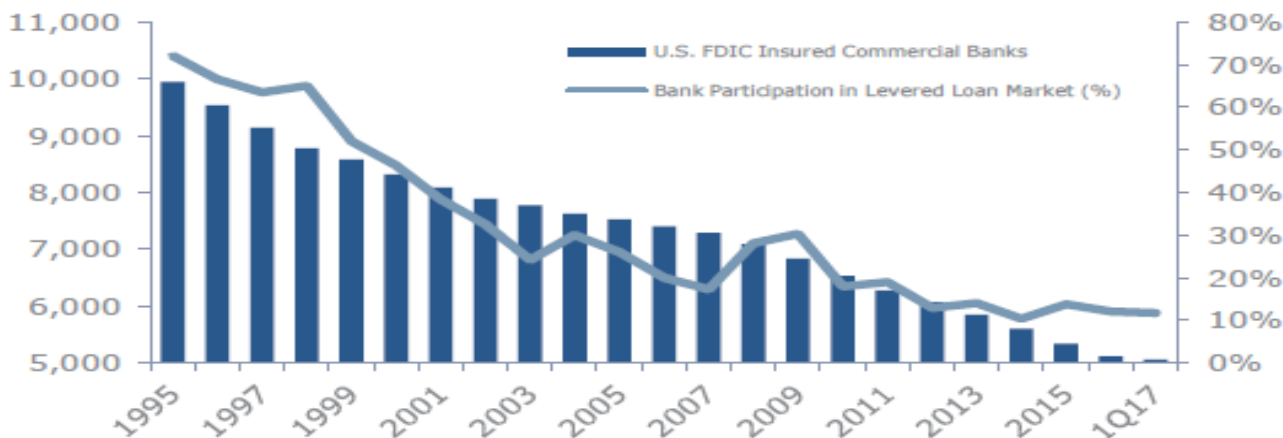
מצ"ב מבנה מאזן חברת BDC לפני ואחרי תיקוני רגולציה לצורך המחשה:

67% LTV		50% LTV	
התחייבויות	נכסים	התחייבויות	נכסים
חוב	נכסים	חוב	נכסים
200	300	100	200
הון עצמי		הון עצמי	
100		100	

מקור: עיבודי אושן

למה החברות בארה"ב צריכות את ה-BDC ואינן נעזרות בבנקים לצורך הפעילות השוטפת?

הסיבות לכך הן מגוונות: הגבלות הבנקים במתן אשראי ע"י הרגולטור כחלק מלקחי המשבר ב-2008, העדפת הבנקים להקצאת ההון לפעילויות הדורשות ריתוק הון עצמי מופחת ביחס להלוואות עסקיות, קונסולידציה משמעותית של בנקים בארה"ב, היעדר יכולת חיתומית נרחבת בבנקים למתן אשראי. להלן גרף הממחיש את צמצום משקלם של הבנקים הן כמותית והן במתן אשראי לחברות הבינוניות בארה"ב (חברות בינוניות – חברות בעלות EBITDA הנמוך מ-50 מיליון דולר).



מקור: FDIC, MDLY



זרקור // חברות BDC

חברות ה-BDC אם כך, מהוות מקור מימון משלים ולעיתים תחליפי למגזר העסקי בארה"ב. בדרך כלל המקורות של החברות הללו למתן הלוואות הן ההון העצמי שגויס וקווי אשראי בנקאיים או חוב אג"ח בארץ ובארה"ב. עלות המימון הממוצעת של הפירמות נעה בטווחים של $LIBOR + 2\%$ - $LIBOR + 3.5\%$ ואילו המרווח המימוני הממוצע שלהן עומד על 6% - 8% .

אסטרטגיית בחינת הלוואות שונה בין חברה לחברה וכפופה לתמהיל הסיכון המבוקש בקרן אולם ניתן להבחין כי הפרמטרים המרכזיים בתהליך חיתום הלוואה מלווים בבחינת יחסי חוב ל-EBITDA, יחסי ההון העצמי במאזן, שעבודי נכסים בדרגות שונות כנגד הלוואות ומתן הלוואות במקרים רבים במקביל להזרמות הוניות או רכישות שמבוצעות ע"י קרנות EQUITY PRIVATE לחברה לה ניתנת הלוואה.

זכיר כי בענף זה קיימת רגישות לשינויים בריבית הבסיס ולכן בד בבד עם תהליך הידוק מוניטארי נצפה לראות עליה בשיעורי ההפרשה להפסדי אשראי וכן עליה בשיעורי החוב שאינו נושא הכנסה (Non Accruals) תוך ירידה בדיבידנדים המחולקים לבעלי המניות ופערי תמחור של מניות הסקטור מול ה-NAV של החברות.

להלן נתוני מדד BDC'S בשנים האחרונות:



מקור: Wells Fargo

בבורסה המקומית נסחרות 2 חברות BDC שגייסו חוב צמוד דולר - פננטפארק (PFLT) ומדלי (MCC). שתי החברות שונות באופי הפעילות שלהן:

פננטפארק המדרגת AA - (Stable) פועלת באסטרטגיה של הענקת הלוואות בעסקאות בהן קרנות השקעה פרטיות (P.E) משקיעות הון ראשוני במסגרת תהליכי רכישה או הבראה. יחס חוב ל-EBITDA ממוצע של תיק הלוואות הינו $4.25x$ כאשר 90% מהלוואות החברה מובטחות בשעבוד ראשון על נכסי הלקוחות ו-4% נוספים מובטחים בשעבוד שני על נכסי הלקוחות. פורטפוליו הלוואות מורכב מ-86 חברות שונות בהיקף השקעה ממוצע של 9.7 מיליון דולר ללווה. החברה מתגאה כי ב-7 שנות פעילות 5 הלוואות בלבד לא עמדו בתנאי הלוואות כסדרן ושיעור ה-Recovery בגיבן עמד על 105%. החברה הודיעה באפריל השנה כי הדיריקטוריון אישר את העלאת יעד המינוף המקסימלי בהתאם לשינויי החקיקה.

מדלי המדרגת A (CreditWatch) מאופיינת בתמהיל הלוואות יותר בעייתי. 84% מהלוואותיה מגובות בבטוחות בשעבוד ראשון ו-11% מהלוואות מוגדרות ככאלה שאינם נושאים הכנסה. מדלי ציינה כבר במהלך גיוס האג"ח כי היא מקיימת תהליך של טיוב תיק האשראי במסגרתו החברה מגדילה את רכיב החוב הבכיר על חשבון מתן חובות נחותים. בפורטפוליו של מדלי קיימות 109 חברות וגודל הלוואה ממוצעת 7.7 מיליון דולר.



זרקור // חברות BDC

למרות השינוי האסטרטגי שהחברה עוברת, התדרדרות הביצועים התפעוליים ממועד ההנפקה היוותה טריגר להורדת דירוג ואופק הדירוג לרמות הנוכחיות (דירוג ראשוני Negative +A). החברה הודיעה כי לא תנצל את האפשרות להגדלת המינוף אך הודיעה כי בכוונתה להתמזג עם חברת BDC פרטית נוספת – Sierra Income Corp ובאמצעות זאת, ליצור את חברת ה-BDC ה-7 בגודלה מבין חברות ה-BDC הציבוריות. מיזוג זה אמור להתבצע עד לסוף 2018 או ברבעון הראשון של 2019 וצפוי להביא ליתרון משמעותי לגודל, פיזור וטיוב תיק ההלוואות וירידה בפרופיל הסיכון הכולל.

להלן נתוני החוב הסחיר של 2 החברות

שם נייר	מספר נייר	מח"מ ברוטו	תשואה ברוטו	סוג הצמדה	בסיס דולר	דרוג מאוחד	פארי ברוטו	הון רשום למסחר
מדלי אגח א	1143155	3.41	8.45	דולר	3.406	A	109.81	413,065,000
פונטפארק אגח א	1142371	3.83	5.71	דולר	3.525	AA-	106.64	488,494,000

מקור: ביזפורטל טרמינל 2.11.18

לסיכום: חברות ה-BDC מפוקחות רגולטורית בארה"ב ולפיכך מתנהלות במודל שמרני באופן יחסי אשר אפשר להן לצלוח משברים כדוגמת המשבר הפיננסי ב-2008. שינויי החקיקה המאפשרים הגדלת המינוף במקביל למדיניות מוניטארית אשר מוסיפה להתהדק בטווח הנראה לעין עשויה להשפיע לשלילה על הרווחיות השוטפת ועל המינוף המאזני ביחס לעבר.

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ומייצגת את דעותיהם של עובדי אושן פרטנרס בע"מ ואין באמור כאן משום המלצה, הצעה, או שידול לקנות / להחזיק / למכור ני"ע או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע אשר החברה סבורה כי הוא מהימן אך אינה יכולה לערוך לכך. הסקירה אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה והדעות המובאות בסקירה נכונות למועד הסקירה והן עשויות להשתנות מעת לעת ללא הודעה נוספת. אין הסקירה מהווה ייעוץ / שיווק להשקעות ואינה תחליף לייעוץ אישי ללקוחות בהתחשב נתוניו ובצרכיו המיוחדים של הקורא. יובהר כי עשוי להיות לנו ו/או ללקוחותינו ו/או לצדדים קשורים עניין ו/או אחזקות בניירות ערך / נכסים פיננסיים המפורטים בסקירה. הסקירה הינה רכושה של חברת אושן פרטנרס בע"מ, אין להעתיק, לצלם, לשכפל, להפיץ, לשדר או לפרסם ברבים הן במישרין והן בעקיפין את הסקירה ו/או חלקים ממנה בכל דרך שהיא ללא הסכמה מראש מטעם החברה.