



# סקירה שבועית // 23.07.2017

| שם נייר                  | ערך       | ת' שבוע | ת' ת.שנה |
|--------------------------|-----------|---------|----------|
| <b>מדדי מניות בישראל</b> |           |         |          |
| מדד ת"א 35               | 1458.1    | 0.14%   | -0.86%   |
| מדד ת"א 125              | 1307.4    | -0.26%  | 1.95%    |
| מדד ת"א 90               | 1019.4    | -1.72%  | 13.38%   |
| מדד ת"א צמיחה            | 1427.0    | 0.65%   | 13.54%   |
| מדד ת"א נדל"ן            | 523.8     | -0.89%  | 14.26%   |
| מדד ת"א בנקים-5          | 1775.0    | -1.13%  | 12.42%   |
| <b>מדדי מניות בחו"ל</b>  |           |         |          |
| S&P 500                  | 2473.5    | 0.54%   | 10.44%   |
| Nasdaq 100               | 5921.2    | 1.43%   | 21.75%   |
| Eurostoxx 600            | 384.1     | -1.73%  | 5.19%    |
| DAX 40                   | 12447.3   | -3.10%  | 6.61%    |
| Hang Seng                | 26740.2   | 1.20%   | 21.39%   |
| MSCI World All Countries | 473.8     | 2.12%   | 12.31%   |
| MSCI Emerging Markets    | 1047.1    | 4.45%   | 21.43%   |
| <b>מדדי אג"ח</b>         |           |         |          |
| מדד מק"מ                 | 277.6     | 0.00%   | 0.08%    |
| ממשלתי קבוע 2-5 שנים     | 432.2     | 0.30%   | 1.53%    |
| ממשלתי קבוע 5+ שנים      | 618.1     | 1.26%   | 4.19%    |
| ממשלתי מדד 5 - 2 שנים    | 269.6     | -0.49%  | 0.58%    |
| ממשלתי מדד 10 - 5 שנים   | 345.5     | -0.09%  | 2.00%    |
| מדד תל בונד 60           | 325.3     | -0.10%  | 3.03%    |
| מדד תל בונד צמודות       | 326.3     | -0.09%  | 2.85%    |
| מדד תל בונד תשואות       | 345.0     | -0.10%  | 3.03%    |
| מדד תל בונד שקלי         | 366.5     | 0.79%   | 4.21%    |
| אג"ח כללי                | 345.7     | 0.30%   | 2.35%    |
| <b>אג"ח קונצרני</b>      |           |         |          |
| מח"מ                     | ת' פנימית | מרווח   |          |
| מדד תל בונד 60           | 4.1       | 1.16%   | 1.19%    |
| מדד תל בונד צמודות       | 4.0       | 1.24%   | 1.24%    |
| מדד תל בונד תשואות       | 3.7       | 2.07%   | 2.10%    |
| מדד תל בונד שקלי         | 4.3       | 2.55%   | 1.76%    |

## אפיק האג"ח

### סביבת המאקרו ושוק האג"ח

נתוני מאקרו חלשים לחודש מאי פורסמו ע"י הלמ"ס ומצביעים על עליה קלה בפדיון ענפי הכלכלה בשיעור של 0.5% לחודשים מרץ-מאי 2017. זאת לאחר עליה של 3.3% בנתון המגמה הקודם. ענפי התעשייה, הכרייה והחציבה הציגו עלייה בשיעור של 2.2% בחישוב שנתי, ירידה ביחס לנתון קודם שמציג עליה שנתי בקצב של 4.4%. ענפי המסחר הסיטוני והקמעוני הציגו ירידה בפדיון בשיעור של 1.5% שנתי לאחר עליה של 3.8% בנתון האחרון.

בהמשך לטלטלות בשוק המט"ח נראה כי נתוני סחר החוץ שפורסמו השבוע מתחילים להראות סימני חולשה כך שבחודשים אפריל-יוני 2017 נרשמו ירידות הן ביצוא הסחורות לאיחוד האירופאי ולאסיה בשיעור שנתי של 10.7% והן ירידה בשיעור של 5.7% ביבוא מארה"ב ומהאיחוד האירופאי. הגירעון המסחרי בסחר בסחורות (ללא יהלומים) הסתכם בכ-3.8 מיליארד ש"ח. אנו ממשיכים וממליצים על מח"מ תיק קצר של עד 3.5 תוך מתן דגש לעלייה התשואות העולמית.

### אג"ח קונצרני

אידיבי קיימה מכרז מוסדי להנפקת סדרה יד', סדרה המגובה בשעבוד על מניות דסק"ש בשיעור **בטוחה לחוב** של 133%. החברה הבטיחה גיוס של כ-560 מ"ש"ח ביום חמישי במסגרת המכרז המוסדי במח"מ של 4.7 ובריבית שקלית של 5%. הביקושים בהנפקה עמדו על 1.25 מיליארד ש"ח. בנוי התיכון הבטיחה גיוס של 57.5 מ"ש"ח מגובות במשכנתא ראשונה ויחידה לטובת מחזיקי החוב על דירות שבנייתן הסתיימה בפרויקט תלפיות ביחס **חוב לבטוחה** של 85%.

אנו חוזרים ממליצים להמשיך ולצמצם חשיפה לאג"ח חים ספציפיים שאינם מתמחרים בצורה נאותה את סיכון הלווה.

### סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

בארה"ב, לאחר מספר כישלונות של הממשל לייצר מהלכי רפורמה, נראה כרגע כי רפורמת המס מנסה לצבור תאוצה. מס' כתבות שפורסמו בשבוע האחרון גורסות כי הפחתת המס תהיה לשיעור של 20%-25% בניגוד למטרה הראשונית של הנשיא טראמפ לרפורמה עמוקה ובצידה שיעור מס של 15%. הפחתת שיעור המס לרמה גבוהה יותר התוכנית המקורית נועדה למנוע עליה חדה בגירעון ועל פי דובר הבית הלבן שיעור מס זה הינו מקובל על הפלגים השונים בפוליטיקה.

יור ה- ECB דראגי ציין השבוע כי הבנק המרכזי מודע שרמת האינפלציה הנוכחית נמוכה כרגע וככל הנראה לא תעלה בעתיד הקרוב, אך באותה נשימה ציין כי קיים שיפור בכלכלה שישפיע לחיוב על רמת האינפלציה בעתיד. דראגי מציין כי הבנק המרכזי עדיין לא ערך דיונים או נדרש לנושא ה- TAPPERING וכי המדיניות המרחיבה של הבנק עדיין עומדת בעינה.

### אפיק המניות

#### ישראל

הבורסה בת"א נסחרה השבוע במגמה מעורבת. מדד הבנקים ירד בכ-1.1% השבוע ומדד התקשורת בלט לרעה כשירד בכ-4% בהובלת בזק שהתממשה בכ-6% נוספים. אלקטרה בע"מ מתרחבת לתחום הגנרטורים ורוכשת השליטה בחברת פ.ק גנרטורים תמורת 100 מיליון שקל. אלקטרה תחזיק 51% מהפעילות שהמחזור השנתי של הסתכם בכ-206 מיליון שקל והרווח הנקי המתואם הסתכם בכ-20 מיליון שקל.

שותפות חיפושי הנפט והגז מודיעין עלתה בכ-10% עת דיווחה כי הקידוח בו היא שותפה בפרויקט Mountain View מצביע על הימצאות סימני נפט. מפעיל הקידוח ממליץ לבצע מבחני הפקה.

#### ארה"ב

מדדי ארה"ב סיכמו שבוע חיובי כשעונת הדוחות עד כה מצביעה על דוחות טובים מהצפי. כמו כן, סקטור האנרגיה צפוי לרשום צמיחה גבוהה ברווח למניה לעומת רבעון מקביל שהיה חלש ביותר. סקטור התחבורה ירד השבוע בכ-2.5% כאשר חברות הרכבות, CSX ו-UNP פרסמו דוחות שעקפו את התחזיות המוקדמות, אך תחזיות החברות אכזבו בעיקר עקב חולשה בהובלת הפחם, הגרעינים והאטה בכלי רכב נתון שנראה כי הגיע לשיא בארה"ב ונמצא במגמת ירידה מתונה.

Visa (V) פרסמה דוחות טובים מהצפוי והחברה העלתה תחזיות לשנה כולה. חוזקה נרשמה בהיקף הסליקה הבינלאומית ותמריצים נמוכים יותר ללקוחות. הסינרגיה בהטמעת ויזה אירופה מתנהלת באופן חיובי ותהליך זה יביא לשיפור בשיעורי הרווח התפעוליים לאורך השנים הבאות.

#### אירופה

מדדי אירופה סיכמו שבוע שלילי כאשר מדד הדאקס הגרמני ירד בכ-3% לאור זינוק במטבע האירו מול הדולר שכן המדד מכיל יוצאניות רבות ומגמת שע"ח עשויה לפגוע בתוצאותיהן בטווח הקצר. כ-20% מהחברות מתוך מדד STOXX 600 פרסמו עד כה דוחות. מתוך אלו, רק 47% מהן עקפו את תחזיות הקונצנזוס וזאת לעומת ממוצע ארוך טווח של 53%.



## זרקור שבועי // ניתוח הנפקת מור בית השקעות

בשבוע החולף התבשרנו כי מור בית השקעות השלימה את השלב המוסדי בהנפקה הראשונית של מניותיה, בשבוע הנוכחי תהליך ההנפקה צפוי להסתיים עם הצעת היחידות בשלב הציבורי. הנפקת מניות היא אירוע לא מספיק שכיח בבורסה הישראלית, על אחת כמה וכמה הנפקת בית השקעות.

החברה תכננה לצאת בשווי מינימלי לחברה של כ-250 מ"ש ח "לפני הכסף" אולם לבסוף נאותה להפחית את השווי המינימלי בשלב המוסדי לרמה של 200 מ"ש ח (190 מ"ש ח אפקטיבי למוסדיים).

### רקע קצר

בית ההשקעות הוקם ב-2006 ומנהל נכון להיום כ-18.8 מיליארד ₪ הנחלקים באופן הבא:

| תחום פעילות               | 13.7.17       | 31.3.17       | 31.3.16       | 31.12.16      | 31.12.15     |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| קרנות הנאמנות             | 16,352        | 13,782        | 7,759         | 11,674        | 7,071        |
| תיקי השקעות מנוהלים       | 2,358         | 2,193         | 2,291         | 2,129         | 2,326        |
| קרן גידור                 | 62            | 52            | 28            | 28            | 33           |
| <b>סה"כ נכסים מנוהלים</b> | <b>18,772</b> | <b>16,027</b> | <b>10,078</b> | <b>13,831</b> | <b>9,430</b> |

**מקור הצמיחה של בית ההשקעות הוא בחברת קרנות הנאמנות** המהווה, נכון לאמצע יולי, כ-7.14% מתעשיית קרנות הנאמנות. מור קרנות נאמנות הכפילה את היקף הנכסים מתחילת 2016 ולכן על מנת לבחון את התמחור בהנפקה יש לבחון בראשונה את פוטנציאל ההכנסות והרווחיות בחברת הקרנות כפי שעולה מתשקיף החברה:

| דמי ניהול ברוטו % | עמלת הפצה (%) | דמי ניהול נטו (%) | סך נכסים מנוהלים י.פ. |
|-------------------|---------------|-------------------|-----------------------|
| 0.64              | 0.31          | 0.33              | 1,488                 |
| 0.54              | 0.35          | 0.19              | 2,460                 |
| 0.89              | 0.35          | 0.54              | 1,543                 |
| 0.73              | 0.35          | 0.38              | 6,212                 |
| 0.83              | 0.35          | 0.48              | 103                   |
| 0.1               | 0.1           | 510               | 195                   |
| 1.88              | 0.35          | 1.53              | 1,849                 |
| 1.28              | 0.35          | 0.93              | 2,433                 |
| 1.5               | 0.35          | 1.15              | 69                    |
| <b>0.917</b>      |               |                   | <b>16,352</b>         |

נכון למועד ההנפקה **הקרנות** תחת ניהול מור מייצרת הכנסות נטו אחרי עמלת הפצה לבנקים של כ-92 מ"ש ח. **חברת התיקים** מנהלת 2.4 מיליארד ₪ (מתוכם כ-900 מיליון בקרנות) בממוצע 0.74% דמי ניהול דהיינו הכנסות ברוטו של כ-9 מיליון ₪ נוספים מדי שנה. הכנסות **קרן הגידור** צפויות להסתכם בכמיליון ₪ השנה.

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 לערוב לכך. הסקירה אינה מתימרת 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. הקירה 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.



## זרקור שבועי // ניתוח הנפקת מור בית השקעות

כלומר, אנו רואים חברה אשר מציגה הכנסות של כ-100 מ"ח אחרי הפצה לבנקים.

על פי תחזיות החברה, הרווח הנקי צפוי לעמוד השנה על כ-35-30 מיליון ₪, בנטרול הוצאות חד פעמיות אשר צפויות לעמוד על 10.8 מ"ח ( עלויות הנפקה והקצאת אופציות לעובדים).

הנפקה נסגרה לפי שווי חברה של כ-240 מיליון ובמחיר של 5.01 ₪ למניה. המשקיעים המוסדיים אשר התחייבו מראש לשלב הציבור רואים לנגד עיניהם הנחה של כ-6% כתוצאה מעמלת ההתחייבות המוקדמת ובתוספת שווי עדכני של כתבי האופציה הכלולים בחבילת ההנפקה, כלומר שווי אפקטיבי של כ-225 מ"ח "לפני הכסף".

**עם פתיחת המסחר, צפוי בית ההשקעות להיסחר פי שווי של 301 מ"ח, הנובע מתוספת המזומן והמניות שנוספו במסחר ההנפקה. מחיר זה משקף מכפיל רווח של כ-8.5 על הרווח המנוטרל או מכפיל 6.9 בנטרול המזומן אשר נוסף לקופת החברה בהנפקה.**

בהשוואה למניות של בתי השקעות סחירים אחרים ניתן לראות כי קיימת שונות בתמחור:

ילין לפידות – נסחר לפי שווי שוק של כ-1.5 מיליארד ₪ המגלם מכפיל 13 על הרווח הנקי ל-2017 בנטרול מזומן.

אגליסט – נסחר לפי שווי שוק של 270 מ"ח המגבל מכפיל 10-9 על הרווח הנקי ל-2017 בנטרול מזומן.

ההבדלים בתמחור נובעים מהרכב הנכסים המנוהלים בידי כל אחד מבתי השקעות כאשר הסיכון בבית השקעות יורד ככל שהוא מתבסס על מגוון רב יותר של פעילויות כגון חיסכון ארוך טווח, קרנות, קרנות גידור ותיקים מנוהלים וכן בשל שיעורי הרווחיות הנובעים מתמהיל הכנסות שונה ורמת רווחיות שונה במוצרים המנוהלים.

**לסיכום, ניתן לומר כי עקב המיקוד של מור בענף קרנות הנאמנות וחששות משקיעים מפני טלטלה בשוק ההון אשר צפויה להשפיע באופן מהותי על היקף המנוהל בידי החברה, החליטו המשקיעים המוסדיים בהנפקה לזכות את החברה במכפיל רווח נמוך יחסית. ממחיר ההנפקה ניכר גם כי המשקיעים אינם מתמחרים להשקעה את שיעורי הצמיחה הגבוהים של מור אשר נהנית מהמשך גיוסים בקרנות ובתיקים ומוניטין חיובי. לפיכך, ניתן לומר כי משקיע סביר אשר מוכן לשלם פרמיה על צמיחה בנכסים וכן אינו חושש מטלטלה בשווקים רואה לנגד עיניו מחיר זול מאוד של החברה.**

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 לערוב 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. הקירה 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.



## עדכון שבועי // יצירות ופדיונות בענף קרנות הנאמנות

### המגמה החיובית נמשכת- הקרנות המנוהלות גייסו כ-0.5 מיליארד ₪

מנגד, הקרנות הכספיות ממשיכות במסע הפדיונות שמסתכם השבוע בכ-43 מיליון ₪

הקרנות המחקות רשמו השבוע פדיונות של כ-186 מיליון ₪, רובם התרכזו בקרנות המחקות את מדדי אג"ח חברות.

הקרנות השקליות ממשיכות במגמת הפדיונות, אם כי בקצב גבוה יותר ביחס לשבוע הקודם, זאת לאחר שאיבדו כ-58 מיליון ₪ השבוע.

- מדדי המניות סיכמו את השבוע במגמה מעורבת (מדד ת"א 35 עלה ב-0.14% ומדד ת"א 125 התממש ב-0.26%) בהמשך לכך, הקרנות המנייתיות רשמו השבוע גיוסים שהסתכמו בכ-156 מיליון ₪, המתחלקים לגיוסים של כ-99 מיליון ₪ בקרנות מניות בישראל, כ-23 מיליון ₪ לקרנות הגמישות ו-כ-37 מיליון ₪ בקרנות מניות בחו"ל.
- קרנות אג"ח כללי, בדגש על קרנות מעורבות עם חשיפה מנייתית, קרנות 10/90 וכו', המשיכו להוביל את הגיוסים עם כ-308 מיליון ₪.
- מדד אג"ח ממשלתי כללי סיכם את השבוע עם עלייה של 0.4%, בהמשך לכך, קרנות אג"ח מדינה המשיכו במומנטום חיובי וגייסו כ-76 מיליון ₪.
- קרנות אג"ח חברות רושמות שבוע נוסף של פדיונות המסתכם בכ-102 מיליון ₪, אשר מרביתם מגיעים ממכירה של קרנות מחקות על מדדי אג"ח חברות.

| סיכום גיוסים/פדיונות בתעשיית הקרנות - יולי 2017 |                     |             |             |             |             |             |             |                    |
|---|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| קטגוריה/תאריך                                   | סיכום עד ה-13/07/17 | א' 16/07/17 | ב' 17/07/17 | ג' 18/07/17 | ד' 19/07/17 | ה' 20/07/17 | סיכום שבועי | סיכום מתחילת החודש |
| גמישות  | 54                  | 4           | 9           | 4           | 7           | -1          | 23          | 78                 |
| חו"ל כללי                                       | 1                   | 0           | -1          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0                  |
| מניות בארץ                                      | 142                 | 23          | 24          | 13          | 29          | 10          | 99          | 242                |
| מניות בחו"ל                                     | 95                  | 0           | 1           | 7           | 16          | 12          | 37          | 132                |
| ממונפות ואסטרטגיות                              | -3                  | -3          | 9           | -1          | 2           | -4          | 3           | 0                  |
| קרן כספית                                       | -7                  | 5           | -26         | -6          | -3          | -13         | -43         | -51                |
| אג"ח בארץ- שקליות                               | -58                 | -12         | -12         | -8          | -18         | -7          | -58         | -116               |
| אג"ח בארץ- מדינה                                | 178                 | 10          | 3           | 31          | 21          | 11          | 76          | 254                |
| אג"ח בארץ- מט"ח                                 | 0                   | 3           | -3          | 2           | 0           | -1          | 0           | 0                  |
| אג"ח בארץ - חברות והמרה                         | -112                | -13         | -23         | -10         | -10         | -45         | -102        | -214               |
| אג"ח בארץ כללי                                  | 644                 | 59          | 82          | 65          | 54          | 49          | 308         | 952                |
| אג"ח בחו"ל                                      | 25                  | 1           | -41         | 5           | -19         | -10         | -64         | -39                |
| לתושבי חוץ בלבד                                 | -1                  | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | -1                 |
| אגד קרנות                                       | -18                 | -4          | -1          | 0           | 0           | -1          | -7          | -25                |
| סה"כ קרנות מנייתיות (גמישות, מניות בארץ ובחו"ל) | 292                 | 27          | 35          | 24          | 52          | 21          | 159         | 451                |
| סך הכול   | 941                 | 71          | 22          | 103         | 78          | -1          | 272         | 1213               |
| מסורתיות (בנטרול כספיות)                        | 948                 | 66          | 48          | 108         | 81          | 12          | 315         | 1263               |

הנתונים מוצגים במיליוני ₪

תעשיית הקרנות מנהלת נכון ל-20.07.17 כ-229.8 מיליארד שקל. הקרנות המסורתיות (בנטרול הקרנות הכספיות) מנהלות כ-213.4 מיליארד שקל והקרנות הכספיות שמנהלות כ-16.3 מיליארד ₪.