



# סקירה שבועית // 29.7.18

## אפיק האג"ח

### סביבת המאקרו ושוק האג"ח

❖ נתוני מדד הפדיון בכלל ענפי המשק הצביעו על צמיחה של 1.5% בחודש מאי, תיקון חלקי בלבד לנתוני הפדיון של חודש אפריל שירדו בשיעור של 1.7%. זאת ועוד, נתוני פדיון חודש יוני לרשתות השיוק מצביעים על ירידה חודשית של 0.8%. נתונים אלו מעידים על התמתנות בנתוני הצריכה הפרטית.

❖ נתוני הייצור התעשייתי לחודשים מרץ-מאי עלו ב-3.6%, ירידה ביחס לקצב של 10.9% אשתקד. מדד מנהלי הרכש למגזר התעשייתי עלה ל-52.6 נק' בינוי, רמה המשקפת התרחבות מחודשת בפעילות. בחודשים ינואר-מאי יצוא השירותים הציג עליה של 12.8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

❖ אנו רואים סיכונים משמעותיים בתקופה הקרובה לעליית מדרגה בסביבה האינפלציונית בחודשים הקרובים וממליצים על החזקת מח"מ קצר תוך הטייה לאפיק הצמוד.

## אג"ח קונצרני

❖ מדדי התל בונד הצמודים ירדו השבוע בכ-0.2% בעוד מדדי התל בונד השקליים ירדו בכ-0.55%, זאת על רקע יציאה מנכסי סיכון בשוק האג"ח.

❖ למרות תנאי השוק המאתגרים חברת נכסים ובניין הרחיבה השבוע את סדרה ט' בהיקף של 0.5 מיליארד \$ בריבית של 4.27% במח"מ של 6 שנים.

❖ אנו ממליצים לנצל התרחבות המרווחים בכדי להגדיל אחזקות באגרות חוב קונצרניות באופן סלקטיבי.

## סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

❖ התמ"ג בארה"ב צמח ברבעון השני בשיעור של 4.1%, הצמיחה הרבעונית הגבוהה ביותר מאז שנת 2014. מנועי הצמיחה העיקריים היו הגידול בצריכה הפרטית ובהשקעות המגזר העסקי שצמחו בשיעור של 4% ו-7.4%, בהתאמה.

❖ ארה"ב ואירופה הגיעו להסכמות בנושא הסכמי הסחר. טראמפ ונשיא הנציבות האירופאית, יונקר, הצהירו במשותף כי אירופה תגדיל את הייבוא של פולי סויה וגז טבעי מארה"ב וכן על הורדת מכסים על מוצרי תעשייה. ארה"ב הצהירה כי לא תטיל מכסים על רכבים אירופאיים וכן הצדדים ינהלו מו"מ על המכסים שהטילה ארה"ב על פלדה ואלומיניום מוקדם יותר השנה. על אף ההבנות, הדרך להסכם סופי עוד ארוכה.

## אפיק המניות

### ישראל

❖ שבוע המסחר ננעל במגמה חיובית במדדים המובילים. ת"א 125 עלה ב-1.83% כאשר מבין המניות הבולטות נציין את אודיקודס אשר עלתה בכ-16.3% לאחר דוחות טובים והעלאת תחזיות. בלטו בירידות שערים מניות אופקו הלת', טאואר ואל על אשר ירדו בכ-11.6%, 8% ו-6% בהתאמה. בסיכום שבועי מדד ת"א 90 עלה ב-0.6% ומדד הבנקים טיפס ב-3.65%.

❖ בנק לאומי מכר 80% מאחזקתו בחברת כרטיסי האשראי לאומי קארד תמורת 2.5 מיליארד שקל ויכר ברווח צפוי של כ-234 מיליון שקל. תג מחיר גבוה זה יסייע לתמחור מכירת ישראלכרט שבבעלות בנק הפועלים.

❖ גזית גלוב מכרה את כל אחזקותיה הציבוריות בארה"ב כאשר מכרה את מניותיה ב-Regency בתמורה לכ-1.27 מיליארד שקל. מימוש המניות יאפשר ניצול הזדמנויות בפעילות הפרטית בגזית הורייזן לצד הורדת המינוף הפיננסי.

## ארה"ב

❖ מדדי ארה"ב סיכמו שבוע במגמה מעורבת. מדד ה-S&P 500 עלה ב-0.6% ואילו הנאסד"ק ירד בכ-1%.

❖ בלטו בעליות מניות האנרגיה, התעשייה והפיננסים אשר עלו בכ-2% בממוצע. מנגד ירדו מניות הטכנולוגיה ב-1.15% כאשר מניות ה-FANG עמדו במוקד. לאחר דוחות Netflix אשר אכזבה בקצב גידול המנויים, פרסמה Facebook דוחות נמוכים מהתחזיות ומנייתה קרסה ב-16.7%. מנגד, דוחות מעל לצפי נרשמו בקרב Google ו-Amaon. מניות טכנולוגיה נוספות ירדו לאור דוחות מאכזבים כמו EA (21%), Intel (9%) ו-8%.

❖ איתוראן רכשה 80% מחברת Road Track, חברת איתור הפועלת בשוקי דרום אמריקה. החברה המאוחדת צפויה להציג הכנסות שנתיות של 366 מיליון דולר, 98 מיליון EBITDA ו-51 מיליון דולר רווח נקי.

## אירופה

❖ מדדי אירופה סיכמו שבוע חיובי החזק ביותר זה 11 שבועות. תרמו לעליות תוצאות פגישתם של טראמפ ויונקר אשר הובילה להסכמות אשר מפחיתות את החשש מהתלקחות מלחמת הסחר בין היבשות.

❖ בלט בעליות סקטור הבנקים אשר טיפס ב-3.8% על רקע דוחות חיוביים מצד בנקים רבים בדגש על הבנק השוויצרי UBS.

מדדי אג"ח ממשלתי	ערך	ת' שבוע	ת' תשנה	מדדי אג"ח חברות	ערך	ת' שבוע	ת' תשנה	מח"מ	ת' פנימית	מרווח
מדד מק"מ	277.8	0.00%	0.04%	מדד תל בונד 60	335.5	-0.18%	0.46%	3.9	0.85%	1.31%
ממשלתי קבוע 2-5 שנים	431.1	0.04%	-1.09%	מדד תל בונד צמודות	336.9	-0.23%	0.52%	3.9	0.88%	1.34%
ממשלתי קבוע 5+ שנים	625.0	-0.07%	-2.06%	מדד תל בונד תשואות	349.6	-0.63%	-2.67%	3.8	2.65%	3.12%
ממשלתי מדד 2-5 שנים	276.2	-0.13%	1.12%	מדד תל בונד לא צמודות	342.0	-0.54%	-2.68%	3.8	3.25%	2.29%
ממשלתי מדד 10-5 שנים	355.8	0.28%	0.38%	מדד תל בונד שקלי	366.0	-0.58%	-3.14%	4.0	3.51%	2.45%
אג"ח כללי	351.9	-0.13%	-0.47%	מדד תל בונד תשואות שקלי	348.7	-0.97%	-4.99%	3.6	5.46%	4.51%
מדדי מניות בישראל	ערך	ת' שבוע	ת' תשנה	מדדי מניות בחו"ל	ערך	ת' שבוע	ת' תשנה			
מדד ת"א 35	1577.7	2.17%	4.50%	S&P 500	2837.4	0.61%	5.43%			
מדד ת"א 125	1407.5	1.83%	3.16%	Nasdaq 100	7400.8	-0.73%	14.08%			
מדד ת"א 90	1061.2	0.60%	-2.61%	Eurostoxx 600	390.5	1.68%	0.75%			
מדד ת"א צמיחה	1201.8	0.82%	-8.45%	DAX 40	12809.2	2.38%	-0.44%			
מדד ת"א נדל"ן	527.7	0.89%	-6.70%	MSCI World	520.7	0.94%	1.50%			
מדד ת"א בנקים-5	2145.3	3.65%	9.49%	MSCI Emerging Markets	1092.4	2.08%	-5.71%			





## זרקור // נדל"ן מניב בישראל – סקירת חברת מעלות

לאחרונה פרסמה חברת הדירוג חברת הדירוג מעלות סקירה בנושא נדל"ן מניב בישראל. נוכח העלייה האחרונה במרווחי הסיכון והפרמיה שדורשים המשקיעים על השקעה באג"ח חברות, ממצאי הסקירה המתייחסים בין היתר לרמות המינוף ויחסי הכיסוי, עשויים לסייע בקבלת החלטות מושכלת ונכונה.

בשנים האחרונות, שני הסגמנטים העיקריים של ענף הנדל"ן המניב - משרדים ומסחרי - נהנו מסביבה כלכלית תומכת. הסיבות העיקריות שתרמו לשיפור בפעילות הינן: 1. ירידה בשיעורי הריבית וה- Cap Rate לנכסי הנדל"ן המניב. 2. סביבה כלכלית תומכת אשר התבטאה בשיעורי אבטלה נמוכים וגידול בצריכה הפרטית אשר הובילו שיעורי תפוסה ופדיונות גבוהים. 3. עליה מתמשכת בדמי הניהול ושכירות. 4. נגישות לשווקים הפיננסית ויכולת גיוס חוב בעלויות נמוכות. 5. ביקוש מתמשך לנכסים באזורי ביקוש אשר אפשר הצפת ערך גבוהה. 6. רמת אינפלציה נמוכה.

### חברות הנדל"ן המניב ניצלו את המצב הנתון לטובתן בשתי דרכים עיקריות:

1. שערוכי נכסים - פעולה שנתמכה בהורדה מתונה של שיעורי ההיוון על הנכסים וכן שערוכים חיוביים שמוסברים בגידול ריאלי בפעילות דהיינו, מצמיחה ב- NOI. התוצר של פעולות אלו הינו עליית שווי הנכסים והורדת רמות המינוף של החברות.
2. שיפור ביחסי הכיסוי - ישנם 2 מקורות עיקריים שתרמו לשיפור ביחס כיסוי הריבית של החברות: הראשון, הירידה בסביבת האינפלציה בשנים האחרונות שיפרה באופן פאסיבי את עלויות המימון של הפירמות היות שרובן מחזיקות חוב צמוד מדד. השני, הגידול הריאלי בפעילות וסביבת הריבית המשקית הנמוכה אפשרו לחברות להאריך את מח"מ החוב וכן להוריד את שיעורי הריבית האפקטיבית כך שהגמישות הפיננסית והנזילות של הפירמות השתפרו לאין ערוך.

### להלן טבלה המסכמת את רמות המינוף ויחס כיסוי הריבית לשנים 2013 ו-2017

שם החברה	דירוג	יחס חוב לחוב		שינוי
		והון עצמי 2017	והון עצמי 2013	
קבוצת עזריאלי*	iAA+	33%	26%	▲
חברת גב ים לקרקעות	iAA	46%	53%	▼
אמות השקעות	iAA	53%	59%	▼
ריט 1	iAA	50%	54%	▼
וילאר אינטרנשיונל	iAA	21%	25%	▼
איירפורט סיטי	iAA	39%	51%	▼
מליסרון	iAA-	62%	74%	▼
ביג מרכזי קניות	iAA-	61%	62%	—
ישרס חברה להשקעות	iAA-	48%	64%	▼
רבע כחול נדלן	iA+	54%	54%	—
מבני תעשיה	iA+	62%	75%	▼
חברה לנכסים ולבנין	iA	68%	77%	▼
אשטרום נכסים	iA	54%	63%	▼
מגה אור החזקות	iA	65%	59%	▲
לוינשטיין נכסים	iA	33%	42%	▼
דורסל (ב.א.ז.)	iA-	57%	47%	▲
הכשרת הישוב	iA-	69%	67%	—

יחס כיסוי ריבית	יחס כיסוי ריבית	שינוי
7.12	3.09	▲
2.87	1.59	▲
3.64	1.69	▲
5.40	2.60	▲
7.74	3.92	▲
6.27	2.57	▲
2.61	1.68	▲
2.60	1.63	▲
2.55	1.55	▲
2.03	1.32	▲
2.05	1.48	▲
1.57	0.95	▲
1.71	1.46	▲
2.09	1.45	▲
2.73	2.80	▼
3.19	3.95	▼
1.24	0.83	▲

\* יחסים מתואמים על פי חישובי S&P מעלות. \* קבוצת עזריאלי: חישוב 2013 הוא על בסיס סולו מורחב (בנטרול פעילות גרנית השקעות שרוב פעילותה מומשה מאז).

כפי שרואים מהטבלה לעיל, רובן המוחלט של החברות שיפר את מצבן הן בהיבט ההמינוף הפיננסי והן בהיבט של יכולת שירות החוב מהתזרים התפעולי.



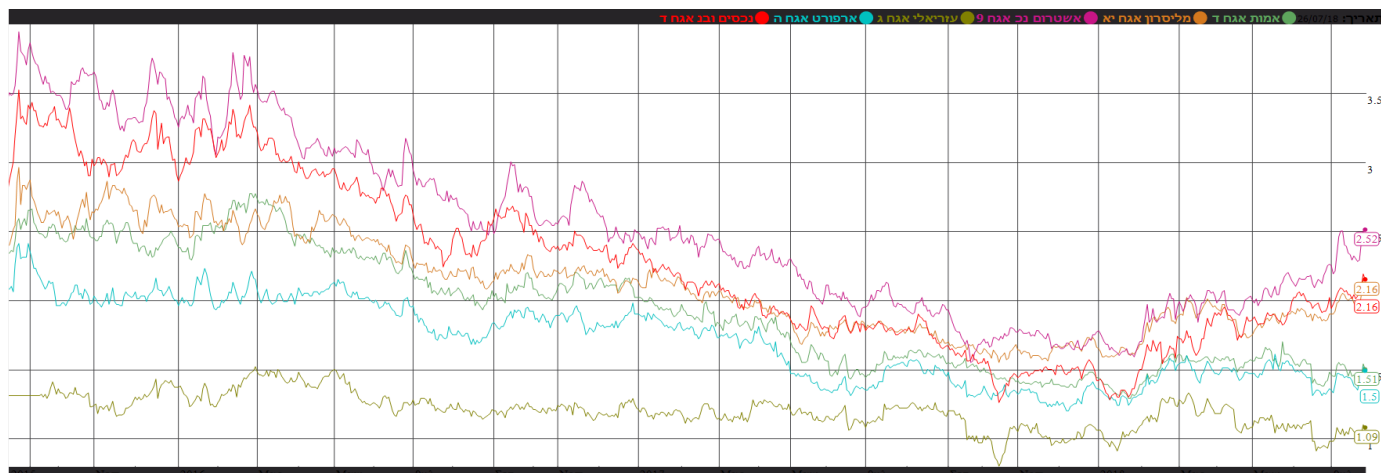
## זרקור // נדל"ן מניב בישראל – המשך

ניתן לראות כי יחס החוב להון עצמי וחוב השתפר מרמה ממוצעת של 56% בשנת 2013 לכדי 51.5% בשנת 2018, המשקף גידול משמעותי בהון העצמי בשנים הללו. גם בהיבט שירות החוב נרשם שיפור משמעותי כאשר בשנת 2013 עמד יחס כיסוי הריבית על 2.03 בלבד בעוד שבשנת 2018 עמד אותו היחס על 3.38 – שיפור של 66%. החשיבות בממצאים אלו עולה ככל שאנו בוחנים קדימה את האתגרים הצפויים לחברות הללו בעתיד הלא רחוק אשר עשויים להציב לחצים מימוניים ותזרימיים ובהם:

- עלייה צפויה בשיעור הריבית במשק לקראת סוף שנת 2018/ תחילת 2019.
- עלייה בהיצע המשרדים עם סיום הקמה של מבנים בטווח קצר- בינוני.
- שינוי בטעמי רכישה של לקוחות – רכישות באינטרנט ובחו"ל על חשבון חנויות פיזיות בישראל.
- עליה בסביבת האינפלציה במשק.

סיכונים אלו לא נעלמו מעיניהם של הנהלות הפירמות ואלו נערכו במגוון דרכים לתרחישים אלו ובנוסף לשיפור מצבן הפיננסי, פעלו הפירמות כדי לגוון את הפורטפוליו על מנת לייצר מקורות הכנסה שימתנו פגיעה עתידית. בין היתר ניתן לציין התרחבות לתחומים משיקים כגון גידול בהיקף הייזום, פעילות מניבה בתחום הלוגיסטיקה ואף הרחבת הפעילות לחו"ל על חשבון פעילות מקומית כדי לייצר פיזור גיאוגרפי וכן הורדת מינוף באמצעות מימוש נכסים. ניתן לומר כי היום חברות אלו ערוכות טוב יותר מבעבר על מנת להתמודד עם האתגרים העתידיים.

השיפור במצבן הפיננסי של חברות הנדל"ן הוביל לירידה מתמשכת במרווחי הסיכון של אגרות החוב. אולם, החל מחודש פברואר 2018 אנו עדים לשינוי מגמה ומרווחי הסיכון החלו לעלות נוכח החששות מפני עלית ריבית והאטה כלכלית. להלן גרף המתאר את סביבת המרווחים של מנפיקים נבחרים לסדרות הבינוניות-ארוכות שאינן מגובות בטוחות, ב-3 השנים האחרונות.



מקור: ביזפורטל טרמינל, עיבודי אושן

ניתן לראות כי פרמיית הסיכון הנדרשת מחברות הנדל"ן המניב אמנם עלתה אך ביחס לתקופה הנבחנת היא עדיין נמוכה, ככל הנראה תוצאה של אמון המשקיעים הנוגע לחוזקן של החברות ומוכנותם גם אם באופן חלקי לשינוי במחזור הכלכלי.

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 בתנאי ובצרכי 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.