



מרווח הוגן בע"מ

סקירה חודשית

מאי 2011

המודל של חברת מרווח הוגן בע"מ לשערוך נכסים בלתי סחירים מבוסס על נתונים מהשוק הסחיר של אגרות החוב בישראל המושפע מהמהלכים הכלכליים אשר התרחשו במהלך החודש.

ראשית, נתאר את השינויים שחלו בנתונים העיקריים של שוק אגרות החוב הסחיר בישראל אשר השפיעו באופן ישיר על שערי השערוך של נכסי החוב הבלתי סחירים, על פי מודל הרבדים, שהוא המודל העיקרי של חברת מרווח הוגן.

השוק הסחיר

שוק אגרות החוב הממשלתיות סגר את חודש מאי בעליות שערים, כאשר מדד אגרות החוב הממשלתיות הצמודות עלה בכ- 1% ומדד אגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות עלה בכ- 0.9% כשברקע מרווח התשואות הממוצע מעל שוק אגרות החוב האמריקאי עמד על כ-2.15% בסוף החודש.

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנובעות מהפערים בין העקום הממשלתי הצמוד לעקום הממשלתי הלא צמוד ירדו החודש מכ- 3.8% בתחילת החודש לכ- 3.35% בסוף החודש, וזאת על רקע העלאות ריבית בנק ישראל בכ- 0.25% וציפיות השוק להעלאות נוספות של הריבית במשך השנה, צעד הנועד להילחם באינפלציה, ציפיות האינפלציה לטווח הארוך עומדות על כ- 2.8% לשנה.

שוק אגרות החוב הקונצרני סיים את חודש מאי בעליות שערים כאשר בסוף החודש אופיין המסחר בתנודתיות גבוהה, מדד תל בונד 20 סיים את החודש בעליה של כ- 1% כאשר המרווח מהעקום הממשלתי עמד על כ- 1.35% ומדד תל בונד 40 סיים את החודש בעלייה של כ- 0.5% כאשר המרווח מהעקום הממשלתי עמד על כ- 1.5%. המרווח הממוצע בין אגרות חוב המדורגות AA לעקום הממשלתי עמד על כ- 1.2% במח"מ של שנה, ועל כ- 1% במח"מ של 5 שנים. המרווח הממוצע בין אגרות החוב המדורגות A לעקום הממשלתי עמד על כ- 3.6% במח"מ של שנה וכ- 3.5% במח"מ של 5 שנים.

נציין את המסחר בסדרות החוב של אלביט הדמיה ושל פלאזה סנטר המדורגות A אשר אופיין בירידות שערים חדות בסוף החודש וזאת על רקע חוסר האמון של השוק ביכולת החזר החוב של החברות.

שינוי במדדים ובשערי חליפין

ריבית בנק ישראל עלתה החודש ב- 25 נ"ב ל- 3.25% בהמשך למגמת העלאות הריבית בחודשים הקודמים וזאת כדי להחזיר את הריבית לסביבה נורמאלית.

מדד המחירים לצרכן בגין חודש אפריל שפורסם ב- 15 במאי עלה ב- 0.6%, נמוך מהציפיות שנעו בין 0.8% ל- 0.9%. סה"כ עליות המדד ב- 12 החודשים האחרונים הסתכמו ב- 4% והציפיות לשינוי המדד בשנה הקרובה הנובעות מהפער בין עקום הממשלתי הצמוד לשנה לעקום הלא צמוד לשנה עומדות על כ- 3.35%.



מרווח הוגן בע"מ

שער הדולר לסוף חודש מאי עמד על 3.437 לעומת 3.411 בתחילת החודש.

שער האירו לסוף מאי עמד על 4.9508 לעומת 5.049 בתחילת החודש.

השוק הלא סחיר

מודל הרבדים נגזר מהשוק הסחיר של אגרות החוב ולוקח בחשבון את השינויים בעקומי ריביות חסרות סיכון ואת השינויים במרווחי האשראי בין אגרות החוב הסחירות לבין עקומי ריבית חסרת הסיכון.

על פי המודל קיימים 4 עקומי ריבית חסרת סיכון שמהם נגזרים מרווחי האשראי, ואלו הם:

עקום ריבית שקלית צמודת מדד (תרשים א') - עקום זה נגזר משוק אגרות החוב הממשלתיות צמודות המדד אשר במהלך התקופה הנסקרת חלה בעקום עלייה בריבית בטווח של עד 4 שנים של כ-0.4% בממוצע, בטווח הארוך יותר, חלה ירידה קלה בריבית של כ-0.05% בממוצע.

עקום ריבית שקלית לא צמודה (תרשים ב') - עקום זה נגזר משוק אגרות החוב השקליות לא צמודות. במהלך התקופה הנסקרת היו שינויים קלים בעקום זה כך שעד למח"מ של שנה וחצי חלה עלייה ממוצעת בעקום של כ-0.05%, ובטווחים מעבר לכך חלה ירידה ממוצעת בריביות של כ-0.01%.

עקום ריבית הדולר המורכבת מ: Libor-Swap + CDS Israel (תרשים ג') - במהלך התקופה הנסקרת עקום הריבית הדולרית זז כלפי מטה בכ-0.16% בממוצע. עיקר הירידה נבעה מירידת הריביות לאורך עקום Libor. עלייה ממוצעת של כ-0.05 basis point לאורך העקום ה CDS קיזזה את הירידה.

עקום ריבית אירו המורכבת מ: Libor-Swap + CDS Israel (תרשים ד') - בעקום ריביות האירו חלה ירידה בריבית לאורך העקום של כ-0.23% בממוצע. עיקר הירידה נבעה מירידת הריביות לאורך עקום Libor, עלייה ממוצעת של כ-0.05 basis point לאורך העקום ה CDS קיזזה את הירידה.

שינויים ברבדים במהלך התקופה (תרשים ו')

מודל הרבדים ממקם את מרווחי האשראי של נכסי החוב הלא סחירים על פי רובד באופן הבא:

אוסף מרווחי הסיכון של כל נכסי החוב הסחירים שהם אגרות החוב הקונצרניות צמודות המדד והלא צמודות בעלות מח"מ של מעל שנתיים הנושאות ריבית קבועה ובעלות פרמיית סיכון הגדולה מ-0% וקטנה מ-20% מחולק לעשרה עשירונים. כל עשירון מגדיר רובד של מרווחי סיכון, עם פיזור בערך מרווח הסיכון ומשך חיים ממוצע (מח"מ) של כל נכס כך שכל רובד נתחם ע"י מרווח האשראי של אגרת חוב הסוגרת את העשירון. כל נכס חוב בלתי סחיר משויך לרובד ומיקום המתאימים למרווח האשראי שלו ביום העסקה ונשאר עם הרובד והמיקום לאורך כל הדרך (אא"כ התבצעה עסקה או היו שינויי דירוג מתאימים).

ניתן לראות שבמהלך התקופה התרחשו עליות בכל הרבדים כאשר מהרובד החמישי ומעלה חלו עליות משמעותיות וברבדים 9 ו-10 חלה עליה ממוצעת של כ-1%, ניתן להסביר זאת ע"י מגמת



מרווח הוגן בע"מ

עליית התשואות ומרווחי הסיכון באגרות החוב המדורגות מ A- ומטה כאשר פרמיות הסיכון על אגרות חוב אלה עלו בהתאם.

שינויי דירוג במהלך התקופה

1. גזית גלוב בע"מ- דירוג מידרוג עלה מ- A1 ל- Aa3 – שינוי הדירוג **השפיע** על מחיר הנכס בהתאם למודל שינוי הדירוגים של מודל מרווח הוגן.

להלן שינויי דירוג, אשר בהתאם למתודולוגיה של מרווח הוגן בע"מ, לא השפיעו על מחיר הנכסים:

1. ישראלום נכסים בע"מ- דירוג מעלות ירד מBBB ל BB לסדרות ד', ה', ו
2. בריטיש ישראל השקעות בע"מ- דירוג מעלות עלה מ-A ל- A+
3. ברק קפיטל השקעות- דירוג מעלות עלה מ- BB ל- BB+/
4. בנק דקסיה ישראל - דירוג מעלות ירד מ- AA- ל A+ בסדרות א, ב, ד, ה, ו, ז
5. אייס אוטו דיפו- דירוג מעלות ירד מ- BBB+ ל BBB-
6. דרבן השקעות בע"מ- דירוג מדרוג ירד מA2 ל a3
7. אמפל אמריקן ישראל קופוריישן- דירוג מדרוג ירד מ Baa1 ל Baa3



מרווח הוגן בע"מ

הנפקות חוב במהלך החודש

גודל ההנפקה במיליוני ש"ח	מחיר (*)ההנפקה בש"ח	אופי ההצמדה	סדרות	החברה
100.0	1,000 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	כתבי התחייבות נדחים סדרה יד'	1. ירושלים מימון
145.0	992 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	סדרה ד'	2. פרטנר (דואלית)
532.9	996 ליחידה	לא צמודות – ריבית קבועה	סדרה ה'	
24.1	1,155 ליחידה	מדד	סדרה 3	3. ב.יאיר
127.4	1,035 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	סדרה 15	4. הכשרת הישוב
14.8	1,047.5 ליחידה	לא צמודות – ריבית קבועה	סדרה ה'	5. דרבן
3.6	1,150 ליחידה	מדד	סדרה ח'	
222.7	1,000 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	סדרה ג'	6. דלק ישראל
104.6	1,000 ליחידה	לא צמודות – ריבית קבועה	סדרה ד'	
**		מדד	סדרה ד'	7. נתנאל גרופ
114.4	988 ליחידה	מדד	סדרה יא'	8. שלמה החזקות
62.5	1,000 ליחידה	מדד	סדרה יג'	9. שלמה החזקות



מרווח הוגן בע"מ

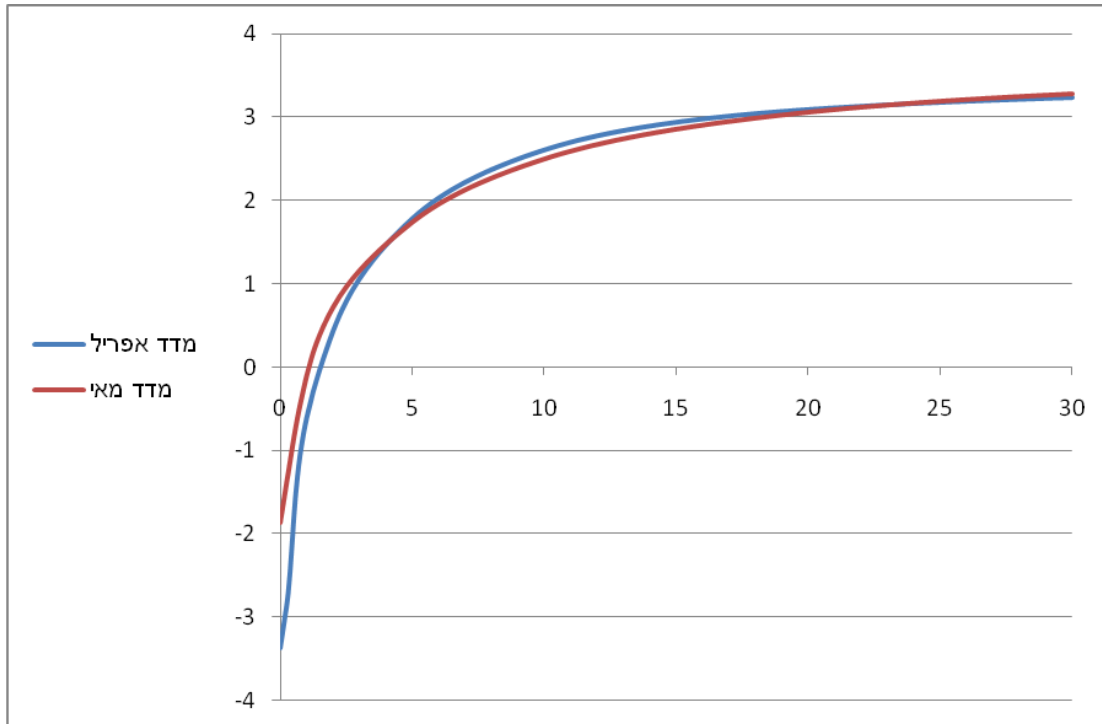
גודל ההנפקה במיליוני ש"ח	מחיר (*)ההנפקה בש"ח	אופי ההצמדה	סדרות	החברה
91.4	1,097 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	סדרה ד'	10. אספן גרופ
586.9	1,142 לאג"ח	מדד	סדרה ג'	11. בריטיש ישראל
177.1	2,000 ליחידה	לא צמודות – ריבית קבועה	סדרה א'	12. אלעד קנדה (זרה)
44.6	1,000 ליחידה	לא צמודות – ריבית משתנה	סדרה ג'	13. מצלאוי

(*) לקוח מאתר הבורסה

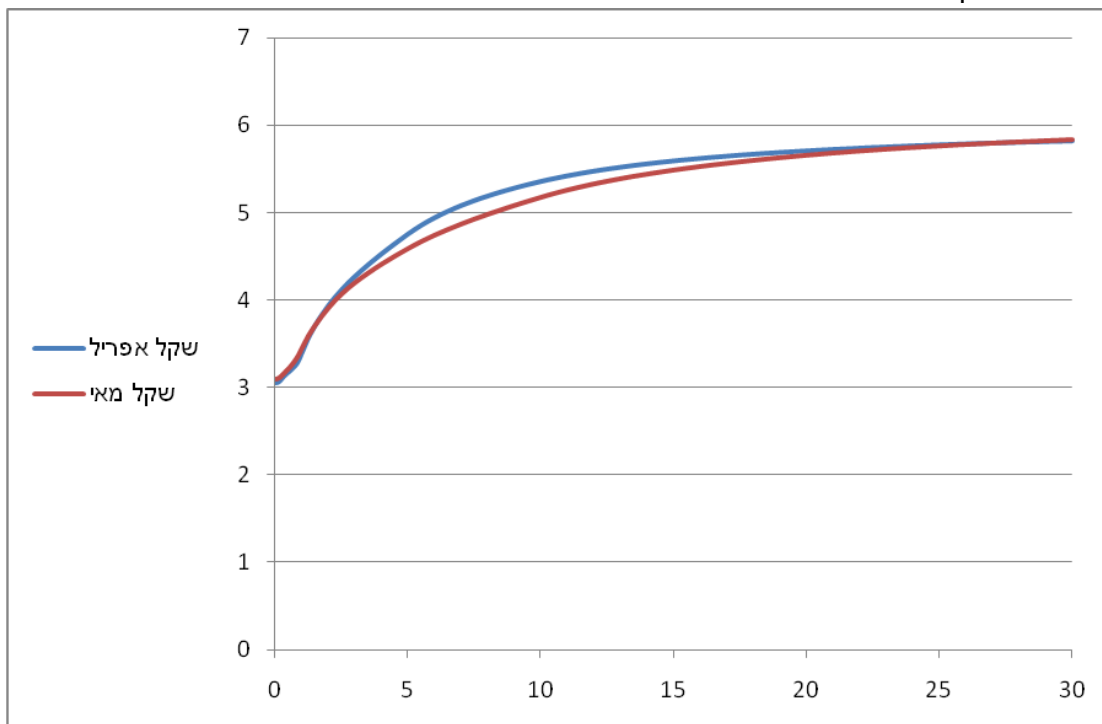


מרווח הוגן בע"מ

א. מבנה צמוד מדד



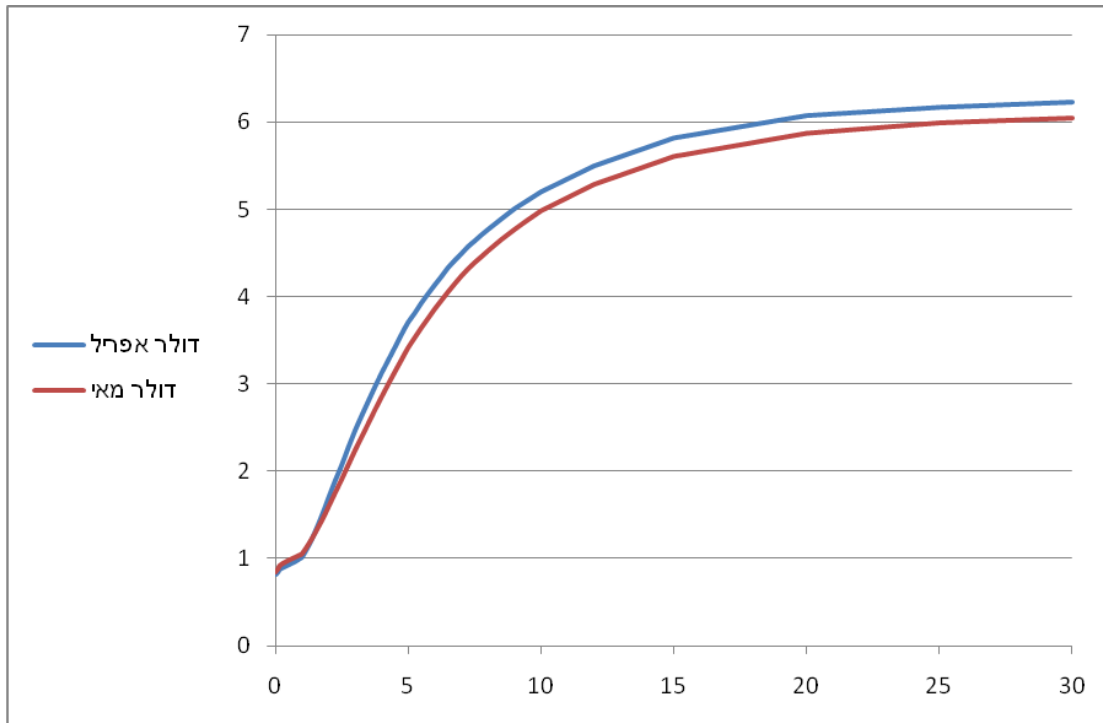
א. מבנה שקלי



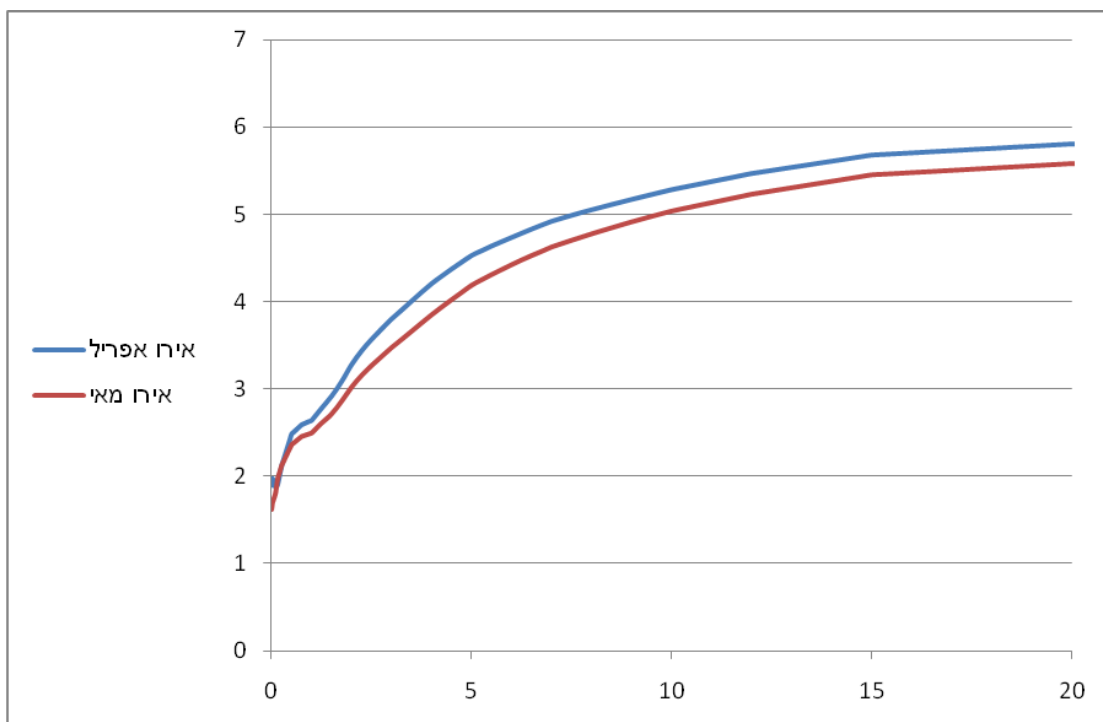


מרווח הוגן בע"מ

ב. מבנה דולר (Libor-Swap + CDS Israel)



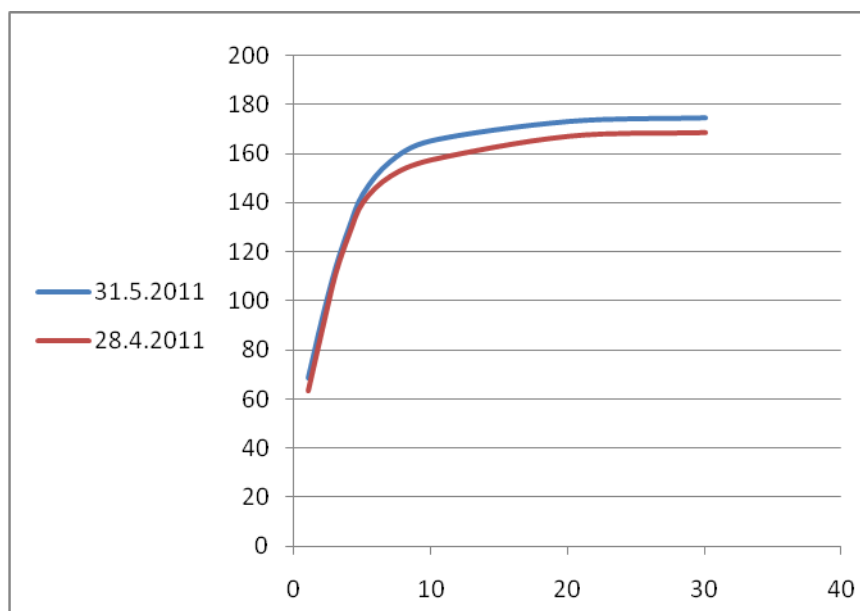
ג. מבנה אירו (Libor-Swap + CDS Israel)





מרווח הוגן בע"מ

ה. CDS ישראל



ו. מרווחי הסיכון.

