



מרווח הוגן בע"מ

## סקירה חודשית

יוני 2011

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

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

### שוק סחיר

שוק אגרות החוב הממשלתיות סגר את חודש יוני בעליות שערים, כאשר מדד אגרות החוב הממשלתיות הצמודות עלה בכ- 0.12% לעומת סוף חודש מאי ומדד אגרות החוב הממשלתיות הלא צמודות עלה ב- 0.3% לעומת סוף מאי כשברקע מרווח התשואות ל 10 שנים מעל שוק אגרות החוב האמריקאי עמד על כ-218 נ"ב בסוף החודש לעומת 215 נ"ב בחודש שעבר.

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה הנובעות מהפערים בין העקום הממשלתי הצמוד לעקום הממשלתי הלא צמוד ירדו החודש מכ- 3.35% בתחילת החודש לכ- 3.1% בסוף החודש, וזאת על רקע השארת ריבית בנק ישראל על כנה וציפיות השוק להעלאות נוספות של הריבית בהמשך השנה, צעד שנועד להילחם באינפלציה, ציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים הנגזרות משוק אגרות החוב הממשלתיות עומדות על כ- 2.8% לשנה.

שוק אגרות החוב הקונצרני סיים את חודש יוני בירידות שערים, מדד תל בונד 20 סיים את החודש בירידה של כ- 0.33% כאשר המרווח מהעקום הממשלתי עמד על כ- 1.5% ומדד תל בונד 40 סיים את החודש בירידה של כ- 0.55% כאשר המרווח מהעקום הממשלתי עמד על כ- 1.8%. המרווח הממוצע בין אגרות חוב המדורגות AA לעקום הממשלתי עמד על כ- 1.3% במח"מ של שנה, ועל כ- 1% במח"מ של 5 שנים. המרווח הממוצע בין אגרות החוב המדורגות A לעקום הממשלתי עמד על כ- 3.55% במח"מ של שנה וכ- 3.65% במח"מ של 5 שנים.

### שינוי במדדים ובשערי חליפין

ריבית בנק ישראל לחודש יולי נותרה ללא שינוי והיא עומדת על 3.25%, על פי הודעת בנק ישראל, השארת הריבית על כנה באה בעיקר בעקבות התמתנות בציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה, וכן בעקבות חשש מפני התמתנות בצמיחה בארה"ב, החרפת סיכוני החוב שיש באירופה וההשפעה בעקבות כך על המשק הישראלי. השארת הריבית החודש הינה עקבית עם תהליך החזרת הריבית לסביבה נורמאלית.

מדד המחירים לצרכן בגין חודש מאי שפורסם ב-15 ביוני עלה ב-0.5% בהתאם לציפיות, סה"כ עליות המדד ב-12 החודשים האחרונים הסתכמו ב-4.1% והציפיות לשינוי המדד בשנה הקרובה הנובעות מהפער בין עקום הממשלתי הצמוד לשנה לעקום הלא צמוד לשנה עומדות על כ- 3.1%.

שער הדולר לסוף חודש יוני עמד על 3.415 לעומת 3.437 בתחילת החודש.

שער האירו לסוף יוני עמד על 4.9441 לעומת 4.9508 בתחילת החודש.



## מרווח הוגן בע"מ

### שוק לא 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 עליית תשואות של כ-0.2% בממוצע לאורך כל התקופה, העלייה המשמעותית התרחשה בטווח הקצר של עד שנה.

**עקום ריבית שקלית לא צמודה (תרשים ב')** - עקום זה נגזר משוק אגרות החוב השקליות לא צמודות. במהלך התקופה הנסקרת חלה עליית תשואות ממוצעת של 0.05% לאורך העקום, גם כאן העלייה המשמעותית יותר התרחשה בטווח הקצר של עד שנה.

**עקום ריבית הדולר המורכבת מ: Libor-Swap + CDS Israel (תרשים ג')** - במהלך התקופה הנסקרת עקום תשואות הריבית הדולרית זז כלפי מעלה בכ-0.05% בממוצע. עיקר העלייה נבעה מעליית הריביות לאורך עקום Libor, ירידה ממוצעת של כ-0.015 basis point לאורך העקום CDS קיזזה במקצת את העלייה.

**עקום ריבית אירו המורכבת מ: Libor-Swap + CDS Israel (תרשים ד')** - בעקום ריביות האירו חלה עליית תשואות לאורך העקום של כ-0.15% בממוצע. עיקר העלייה נבעה מעליית הריביות לאורך עקום Libor, ירידה ממוצעת של כ-0.015 basis point לאורך העקום CDS קיזזה את העלייה.

### 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-10% נכון לתאריך סקירה זו, 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 המתאים למרווח האשראי שלו ביום העסקה ונשאר עם הרובד לאורך כל הדרך.

במהלך התקופה הנסקרת המשיכה מגמת העליות בגבולות הרבדים כאשר העלייה הממוצעת של הרבדים העליונים (רבדים 6-10) הייתה של כ-0.8%, ניתן להסביר זאת ע"י מגמת עליית התשואות ומרווחי הסיכון באגרות החוב המדורגות נמוך אשר הם עיקר האוכלוסייה שיוצרת את הרבדים העליונים.



מרווח הוגן בע"מ

## שינויי דירוג במהלך התקופה

1. אגראסקו חברה ליצוא חקלאי בע"מ- דירוג מדרוג ירד מ A3 ל B1 – שינוי אשר השפיע על מחיר הנכס בהתאם למודל שינוי הדירוגים של מודל מרווח הוגן, בעקבות שינוי הדרוג הופעל מנגנון לתיאום הריבית אשר העלה את קופון האיגרת מ6.15% שנתי ל 8.15% שנתי.

2. רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ- דירוג מדרוג עלה מ Aa1 ל Aaa – שינוי אשר 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. דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ- דירוג מעלות ירד מ A ל A-

2. גדות תעשיות ביוכימיה בע"מ- דירוג מעלות ירד מ BBB- ל BB+

3. פולאר השקעות בע"מ- דירוג מדרוג ירד מ Ba1 ל B1

## הנכסים המצוטטים ע"י החברה

חברת מרווח הוגן החלה לשערך את נכסי החוב החל מתאריך 17/03/2011

בטבלה המצורפת מספר הנכסים המצוטטים ע"י החברה.

| 17/03/2011 | 31/05/2011 | 30/06/2011 |                    |
|------------|------------|------------|--------------------|
| 193        | 196        | 207        | מספר נכסים מצוטטים |



## מרווח הוגן בע"מ

### הנפקות חוב סחירות במהלך החודש

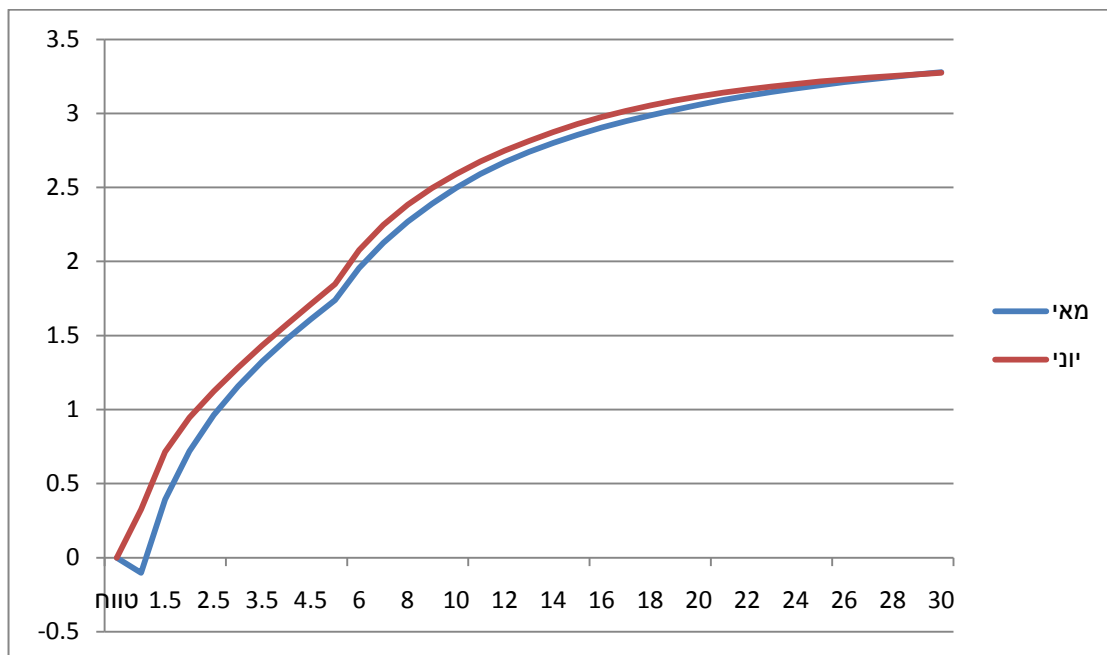
| החברה         | סדרות   | אופי ההצמדה            | מחיר<br>(*)ההנפקה בש"ח | גודל<br>ההנפקה<br>במיליוני<br>ש"ח |
|---------------|---------|------------------------|------------------------|-----------------------------------|
| אביב ארלון    | סדרה א' | מדד                    | 1,160 ליחידה           | 13.9                              |
| אנלייט אנרגיה | סדרה א' | מדד                    | 1,000 ליחידה           | 42.5                              |
| דה לסר        | סדרה ב' | מדד                    | 1,054 ליחידה           | 44.6                              |
| אשדר          | סדרה ג' | מדד                    | 1,000 ליחידה           | 100                               |
| לוי           | סדרה ד' | מדד                    | 1,171 ליחידה           | 23.4                              |
| בזק           | סדרה 6  | מדד                    | 1,000 ליחידה           | 958.1                             |
| בזק           | סדרה 7  | לא צמוד ריבית<br>משתנה | 1,000 ליחידה           | 425                               |
| בזק           | סדרה 8  | לא צמוד ריבית<br>קבועה | 1,000 ליחידה           | 1,329.3                           |
| כללביט        | סדרה ג' | מדד                    | 1,011 ליחידה           | 193.8                             |
| כללביט        | סדרה ו' | לא צמוד ריבית<br>קבועה | 979 ליחידה             | 207.6                             |

(\*) לקוח מאתר הבורסה

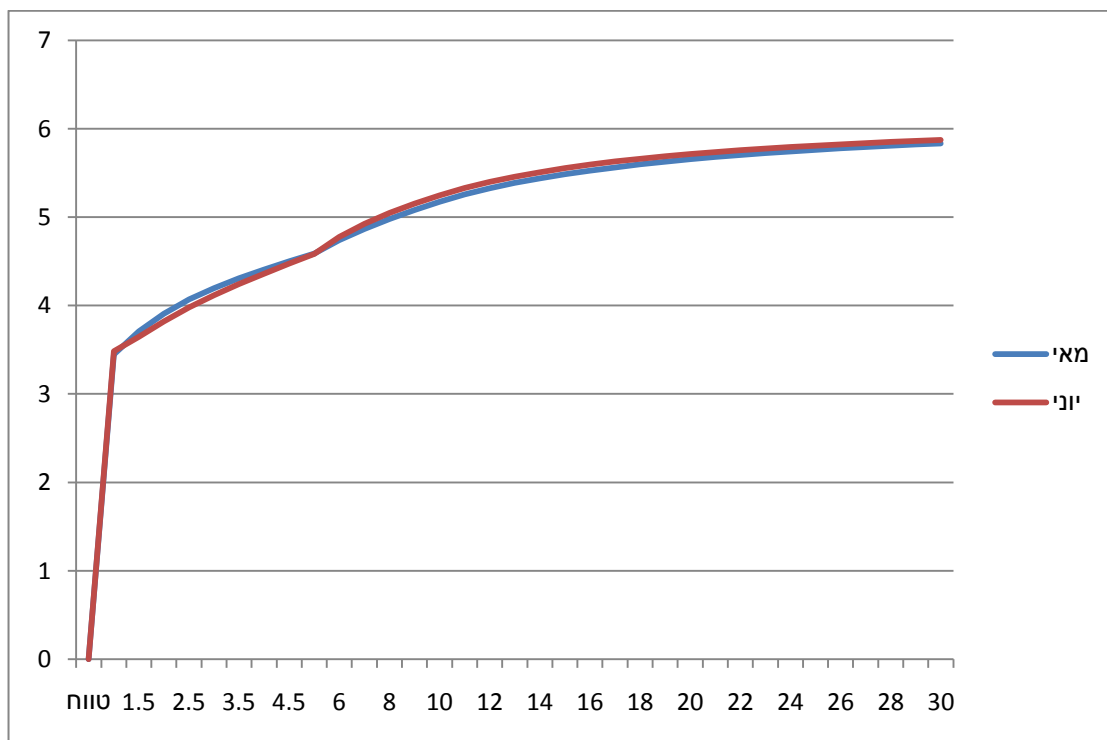


## מרווח הוגן בע"מ

א. מבנה צמוד מדד



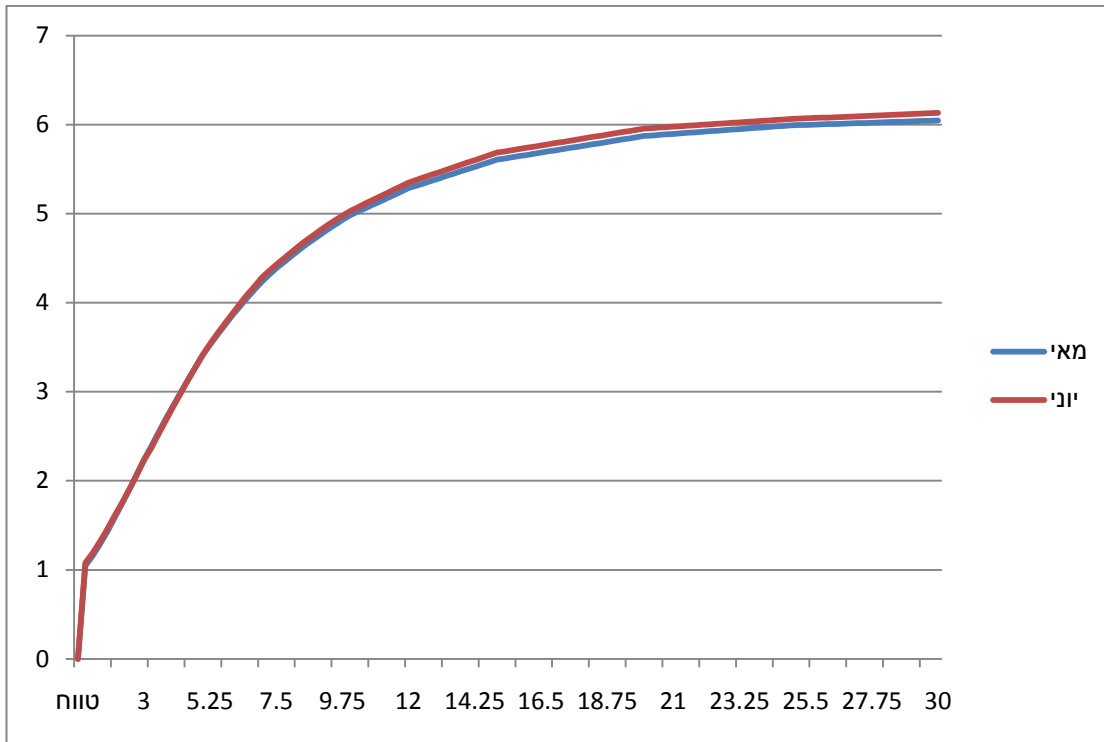
ב. מבנה שקלי



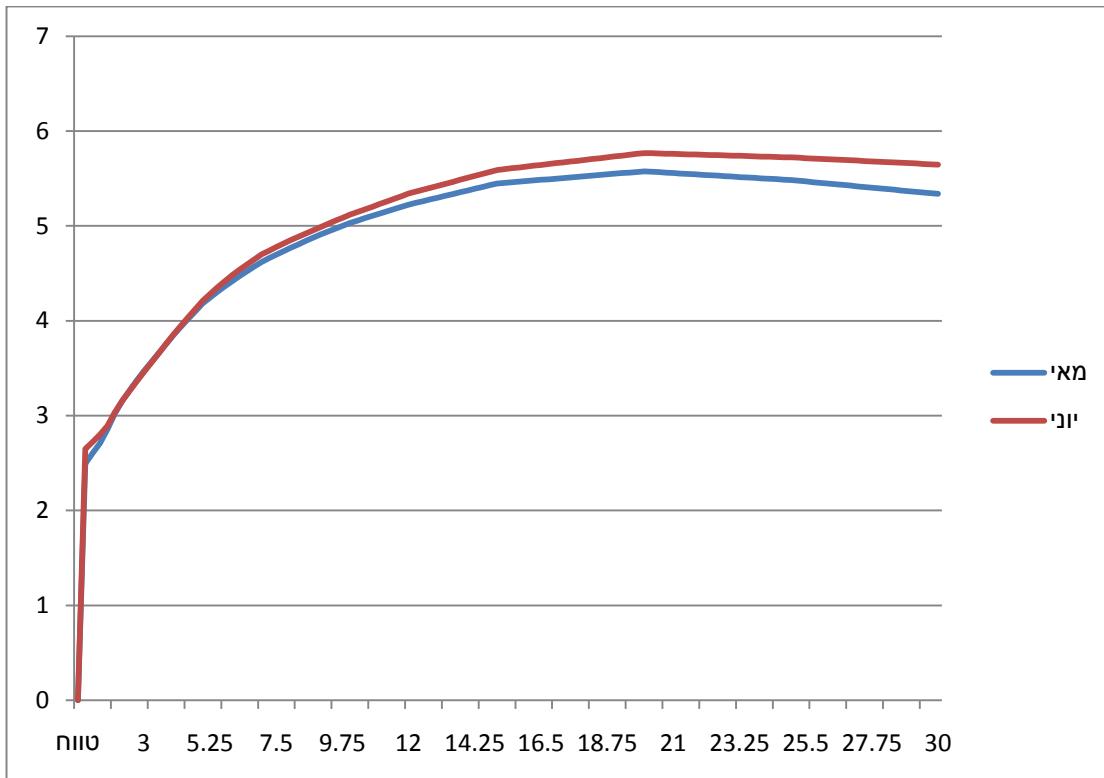


## מרווח הוגן בע"מ

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



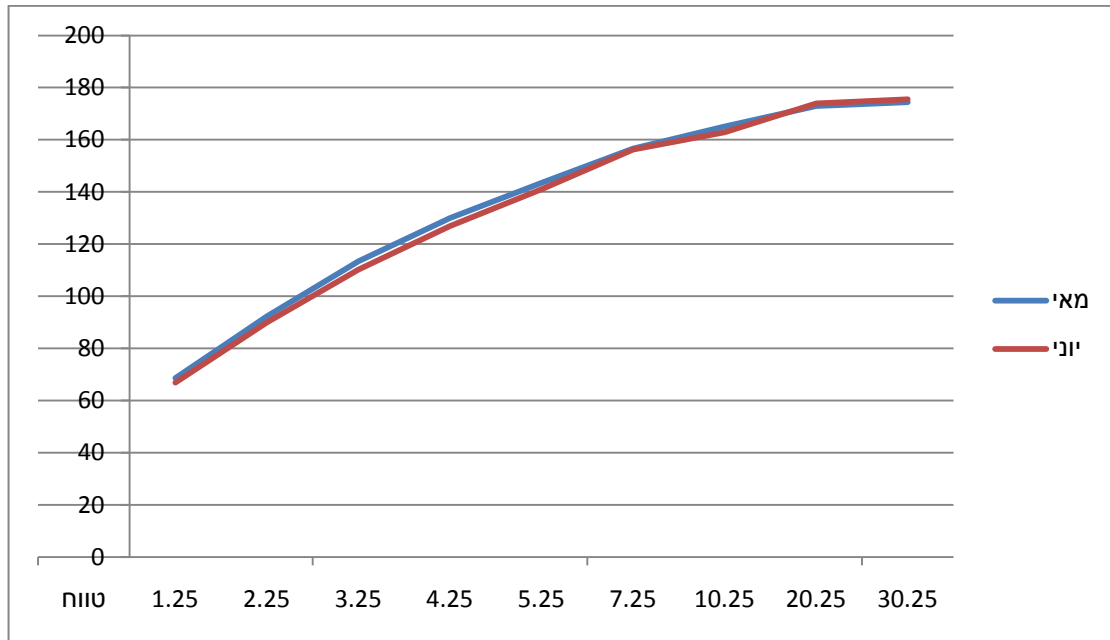
ד. מבנה אירו (Libor-Swap + CDS Israel)





## מרווח הוגן בע"מ

ה. CDS ישראל



ו. התפתחות גבולות הרבדים.

