



מרווח הוגן בע"מ

סקירה חודשית

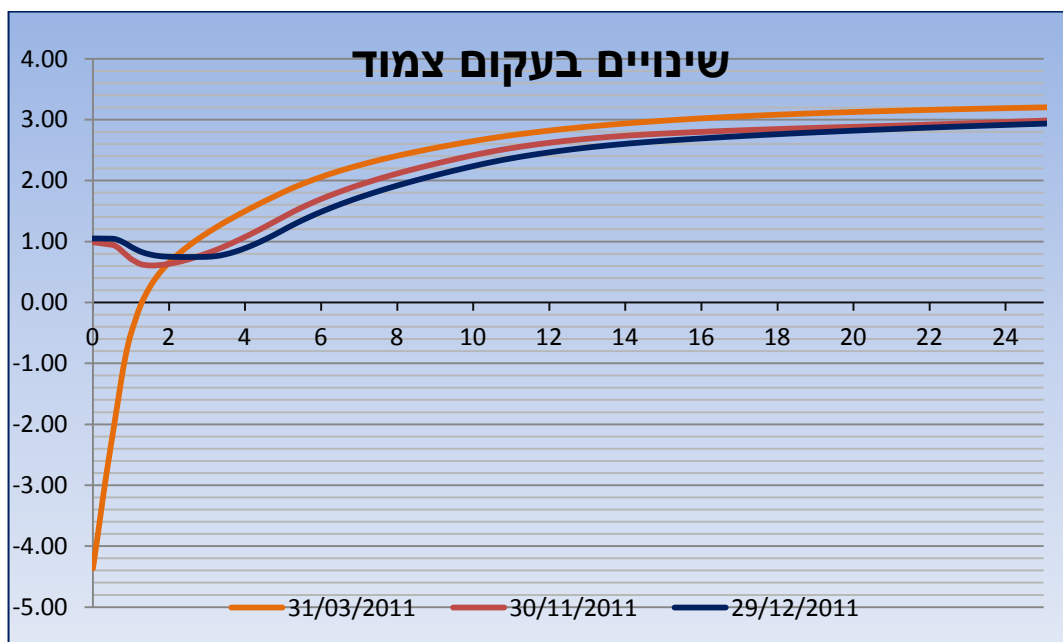
דצמבר 2011

מאת: מקס אולקין, מנהל מחלקת מחקר ואנליזה

להלן סקירה חודשית של חברת מרווח הוגן בע"מ המתארת את עיקרי השינויים שחלו בריביות ובמרווחים במהלך חודש דצמבר 2011. שינויים אלו השפיעו באופן ישיר על שערי השערוך של נכסי החוב הבלתי סחירים, על פי מודל הרבדים, שהוא המודל העיקרי של חברת מרווח הוגן.

א. השינויים באפיק הצמוד:

בטווח הקצר (עד שנתיים), ראינו עליה בריביות הממשלתיות הצמודות, אולם בטווחים הארוכים יותר ראינו ירידות בריביות אלו. הריבית על אג"ח ממשלתי צמוד מדד לשנתיים עמדה בסוף דצמבר על כ-0.75%, ריבית זאת מבטאת עליה של כ-0.11% מסוף נובמבר אז עמדה הריבית על כ-0.63%. בסך הכול עלתה ריבית חסרת הסיכון לטווח זה בכ-0.09% מסוף הרבעון הראשון. בטווחים הארוכים יותר, ניתן לראות ירידות של כ-0.21% בריביות לטווח של 5 שנים מרמה של כ-1.40% בסוף נובמבר לרמה של 1.18% בסוף דצמבר. ריבית חסרת הסיכון ל-10 שנים ירדה מרמה של 2.42% בסוף נובמבר לרמה של 2.24% בסוף דצמבר. ירידה זאת היא מגמה מתמשכת מסוף הרבעון הראשון, אז עמדה ריבית חסרת הסיכון לטווח זה על כ-2.65%. כמו כן, גם בטווח הארוך (15 שנה) ראינו ירידות בריביות מרמה של 2.77% בסוף נובמבר לרמה של 2.65% בסוף דצמבר.

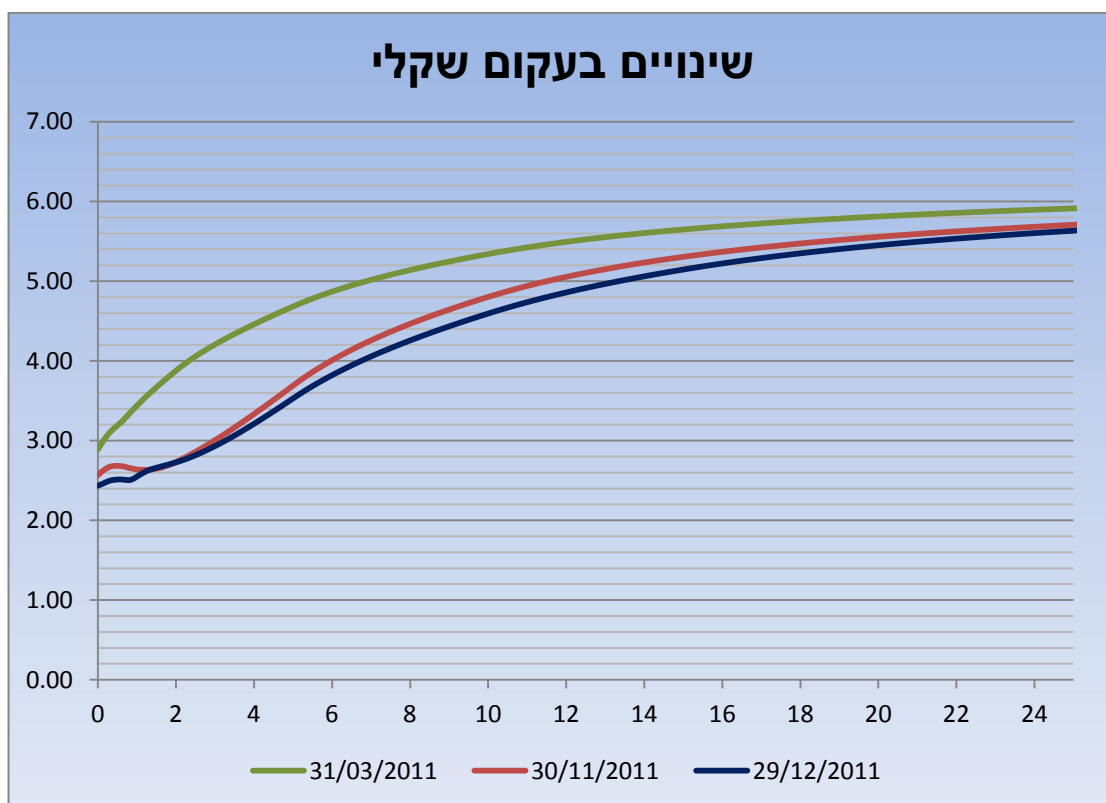


ב. השינויים באפיק השקלי:



מרווח הוגן בע"מ

באפיק השקלי, ראינו ירידה בריביות הממשלתיות בכל הטווחים. הריבית על אג"ח ממשלתי השקלי 5 שנים עמדה בסוף דצמבר עמדה על כ-3.53% המבטאת ירידה של כ-0.15% מסוף נובמבר, אז עמדה הריבית על כ-3.69%. בסך הכול ירדו הריביות, לטווח זה, מסוף הרבעון הראשון בכ-1.1%, אז עמדה הריבית לתקופה זו על כ-4.68%. בטווחים הארוכים יותר, ריביות חסרות הסיכון ל 10 שנים, עמדו בסוף דצמבר על כ-4.59%, ריביות אלו מבטאות ירידה של כ-0.2% מסוף נובמבר אז עמדו הריביות לטווחים אלו על כ-4.8%, ירידה זאת ממשיכה את הירידות שנרשמו החל מסוף הרבעון הראשון, אז עמדה הריבית לטווח זה על כ-5.34%. גם בטווח של 15 שנה ניתן לראות ירידות בריביות חסרות הסיכון, ריבית חסרת הסיכון עמדה בסוף דצמבר על כ-5.15% וזאת לעומת 5.31% בסוף נובמבר, ובסך הכל ירידה הריבית לטווח זה בכ-0.47% מסוף הרבעון הראשון, אז עמדה הריבית על כ-5.65%.

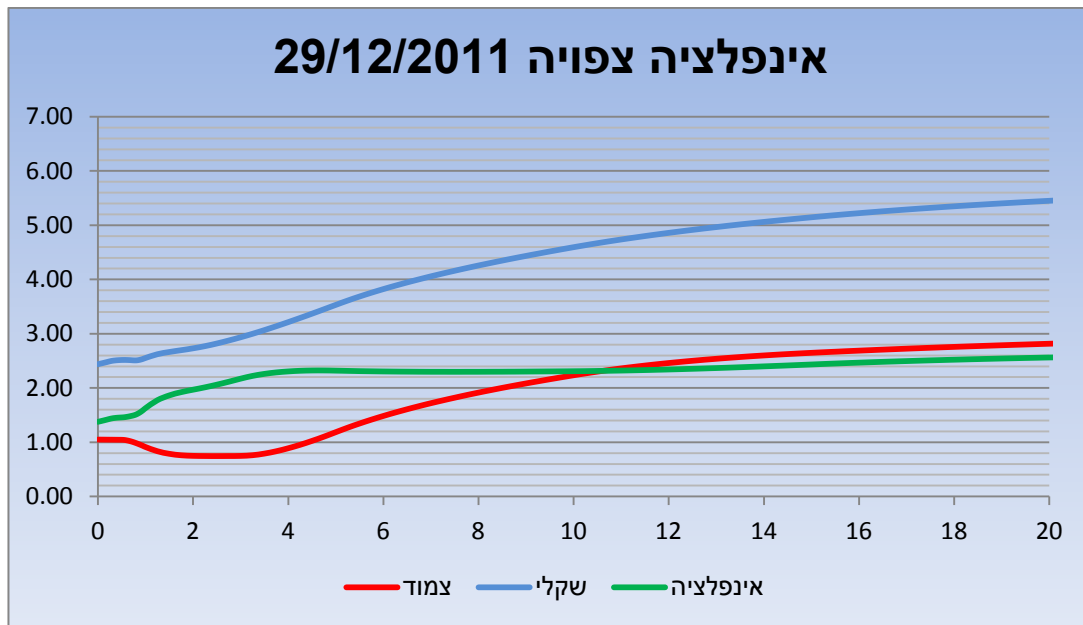


ג. אינפלציה

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה עמדו בסוף דצמבר על כ-1.62%, ציפיות נמוכות בכ-0.29% מסוף נובמבר, אז עמדו הציפיות לאינפלציה על כ-1.91%. הציפיות לאינפלציה בטווחים הארוכים יותר מעט גבוהות יותר ועומדות על כ-1.97%, לשנתיים ובסה"כ מדובר בעליה של כ-0.12% בציפיות לאינפלציה, לטווח זה, ביחס לחודש שעבר.



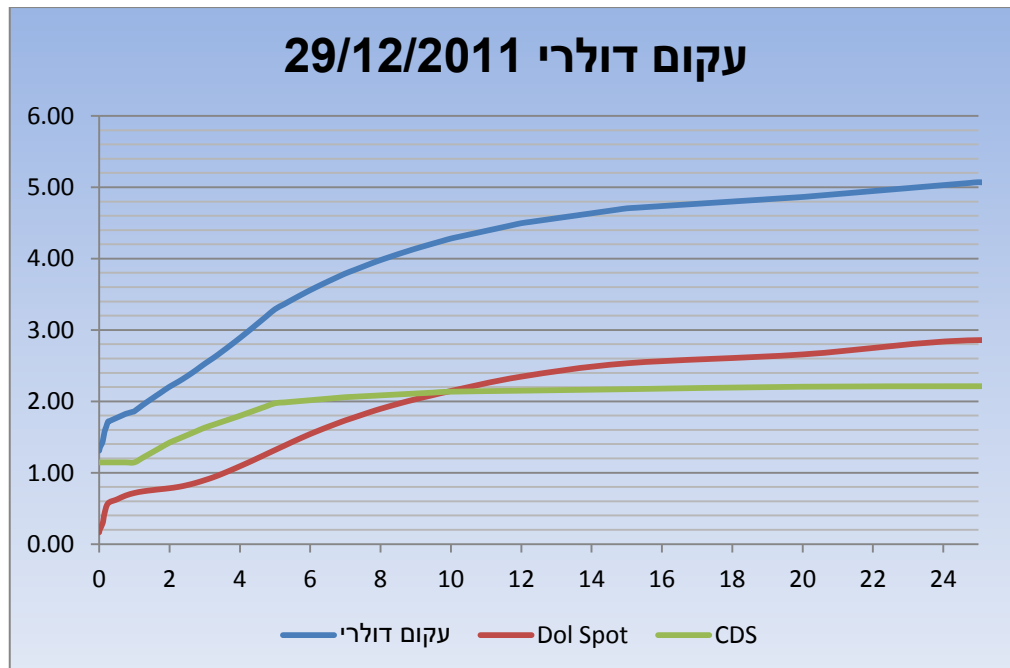
מרווח הוגן בע"מ



ד. אפיק המט"ח:

1. האפיק הדולרי:

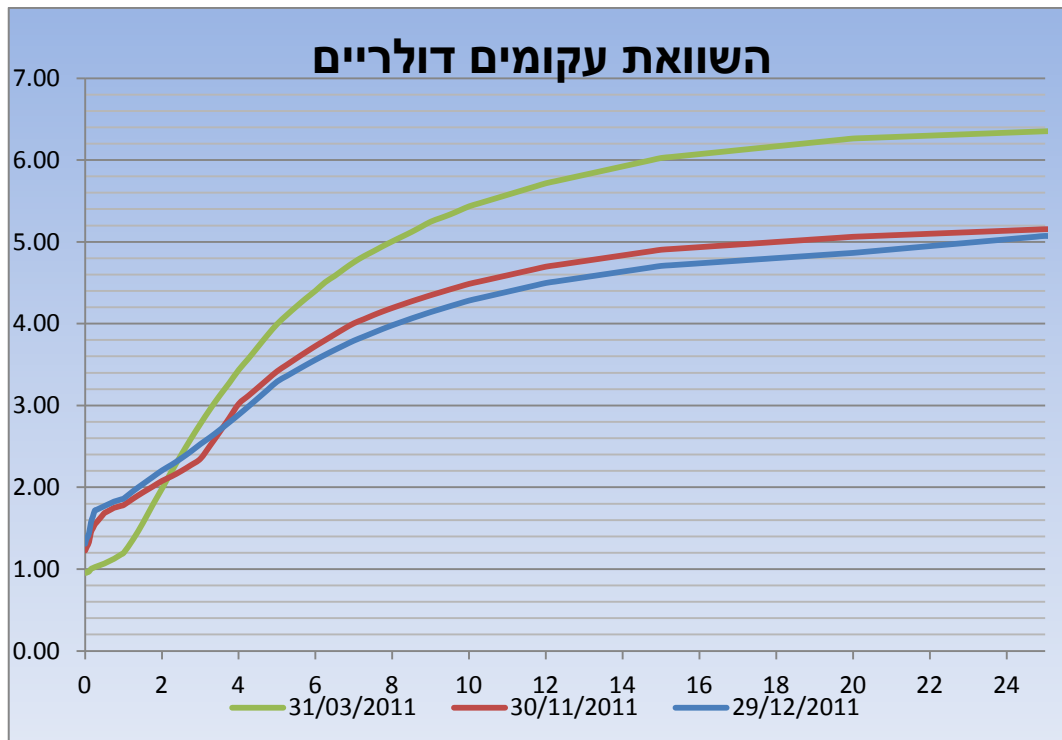
עפ"י המתודולוגיה של חברת מרווח הוגן עקום הריביות חסרות הסיכון הישראלי, עבור ריביות הנקובות בדולרים, נבנה ע"י עקום ה Spot ב-USD, בתוספת ה- Credit CDS (Default Swap) הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל. להלן העקום הדולרי נכון לתאריך 29/12/2011:





מרווח הוגן בע"מ

בטווח הקצר, עד 3.5 שנים, ראינו עליות בריביות חסרות הסיכון הדולריות. אולם בטווחים הארוכים יותר ראינו ירידות בריביות אלו. ריבית חסרת הסיכון הדולרית לשנתיים עמדה בסוף דצמבר על כ-2.21%, ריבית המבטאת עליה של כ-0.13% מסוף נובמבר, אז עמדה הריבית על כ-2.08%. בטווחים הארוכים יותר, ריבית חסרת הסיכון הדולרית ל-5 שנים בסוף דצמבר עמדה על כ-3.29%, ריבית המבטאת ירידה של כ-0.13% מסוף נובמבר, אז עמדה הריבית ל-5 שנים על 3.42%, ירידה זו הינה המשכיות לירידות הנמשכות מסוף הרבעון הראשון, אז עמדה הריבית הדולרית לטווח זה על כ-4%. גם בטווחים הארוכים יותר ניתן לראות ירידות בריביות הדולריות, הריבית ל-10 שנים ירדה בכ-0.2% בחודש האחרון מרמה של 4.49% בסוף נובמבר לרמה של 4.28% בסוף דצמבר. הריבית ל-15 שנה עמדה בסוף דצמבר על 4.71%, והיא מבטאת ירידה של כ-0.198% מסוף נובמבר אז עמדה הריבית על כ-4.9%. בסך הכול ירדה הריבית הדולרית לטווח זה בכ-1.243% מסוף הרבעון הראשון.



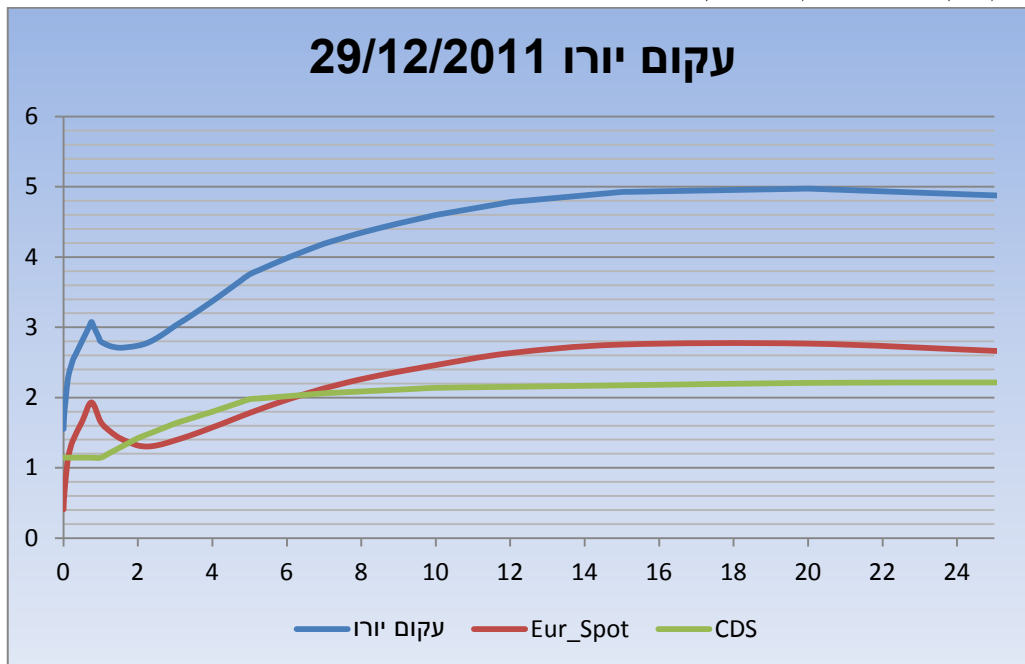
2.ד. אפיק היורו:

עפ"י המתודולוגיה של חברת מרווח הוגן עקום הריביות חסרות הסיכון הישראלי, עבור ריביות הנקובות בדולרים, נבנה ע"י עקום ה-Spot ב EUR, בתוספת ה-CDS (Credit Default Swap) של ישראל. מכיוון שאין ציטוט זמין למרווח ה-CDS של ממשלת ישראל הנקוב ביורו, השתמשנו ב-CDS הדולרי.



מרווח הוגן בע"מ

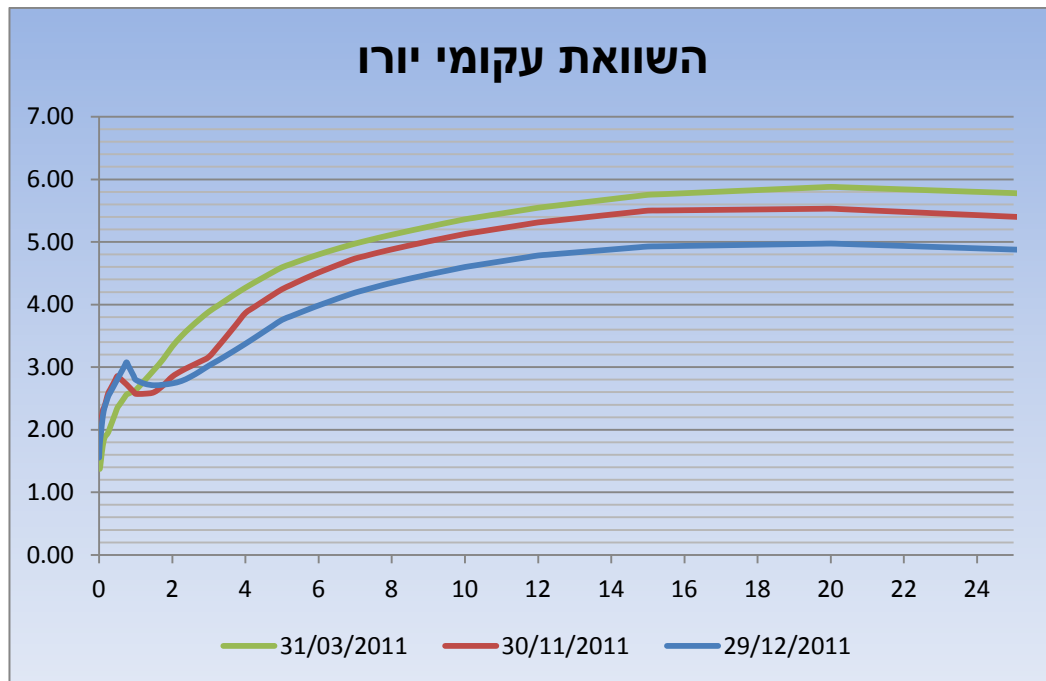
להלן עקום היורו נכון לתאריך 29/12/2011 :



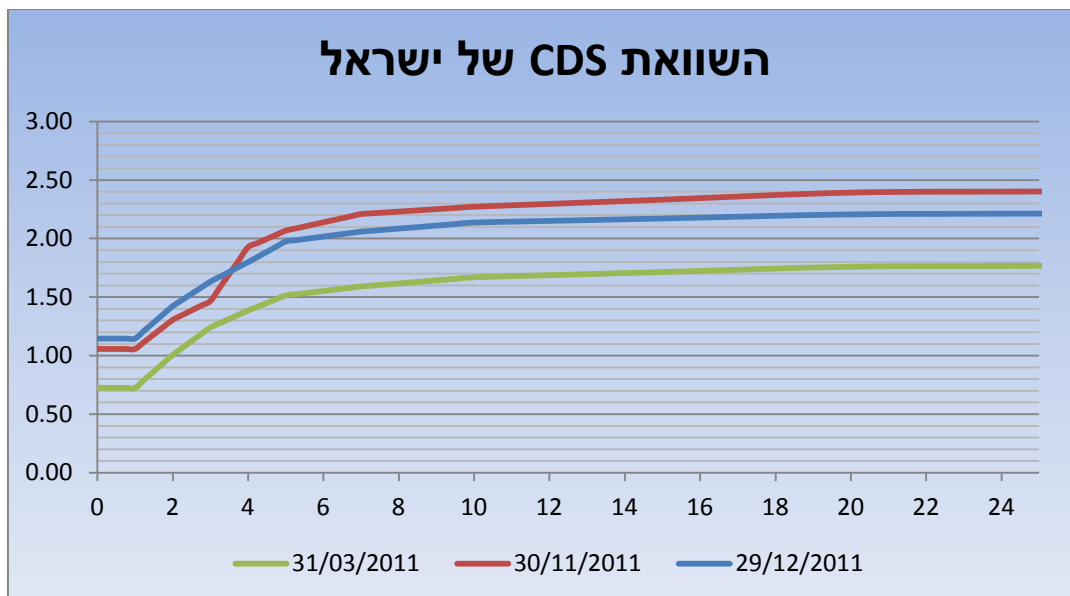
במהלך החודש חלו ירידות בריביות היורו במרבית הטווחים. בטווח הבינוני, ריבית חסרת הסיכון ל-5 שנים עמדה בסוף דצמבר על כ-3.76%, ריבית המבטאת ירידה של כ-0.47% מסוף נובמבר, אז עמדה הריבית ל-5 שנים על 4.25%. ירידה זו באה בהמשך לירידות שראינו מסוף הרבעון הראשון, אז עמדה הריבית לטווח זה על כ-4.6%. גם בטווחים הארוכים יותר ניתן לראות ירידות בריביות, הריבית ל-10 שנים ירדה בכ-0.502% בחודש האחרון מרמה של 5.13% בסוף נובמבר לרמה של 4.60% בסוף דצמבר. הריבית ל-15 שנה עמדה בסוף דצמבר על 4.93%, והיא מבטאת ירידה של כ-0.543% מסוף נובמבר אז עמדה הריבית על כ-5.50%. בסך הכול ירידה ריבית חסרת הסיכון לטווח זה בכ-0.779% מסוף הרבעון הראשון.



מרווח הוגן בע"מ

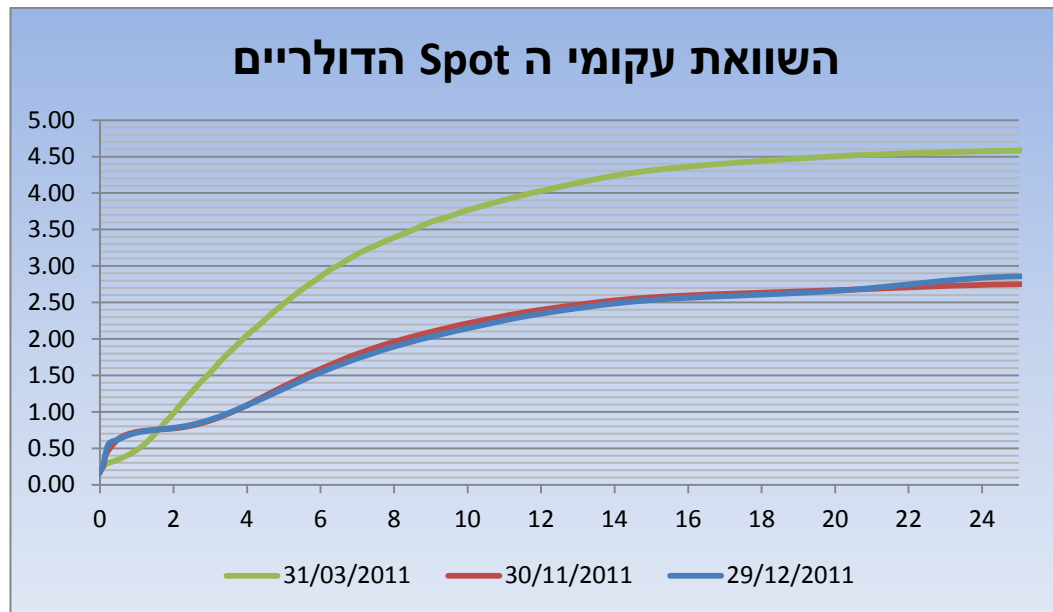


השינויים בעקומי המט"ח (דולר ויורו) מוסברות בעיקר ע"י השינויים ב-CDS של ישראל. ניתן לראות כי ה-CDS של ישראל עלה בטווח הקצר (עד 3.5 שנים) וירד בטווחים הארוכים יותר. בטווח הקצר, עלה ה-CDS של ישראל, לשנתיים, מרמה של 1.31% בסוף נובמבר לרמה של 1.42% בסוף דצמבר. אולם בטווחים הארוכים יותר ראינו ירידות ב-CDS של ישראל. ה-CDS של ישראל ל-10 שנים עמד על 2.14% בסוף דצמבר וזאת לאומת 2.27% בסוף נובמבר.

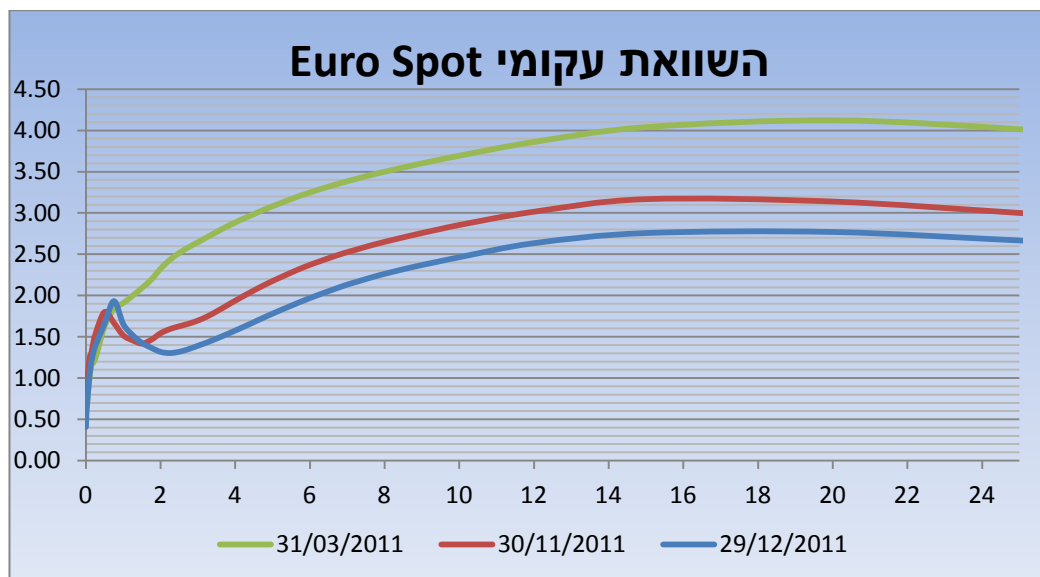




מרווח הוגן בע"מ



בנוסף לשינוי בסיכון של ישראל, ראינו שינוי גם בריביות ה Spot של היורו. ריבית ה spot על היורו, לטווח של 5 שנים ירדה מרמה של 2.1774% בסוף נובמבר לרמה של 1.7812% בסוף דצמבר (ירידה של כ 0.3878%).



ה. שינויים במדדים ומטבעות:

ה.1. מדד המחירים לצרכן בגין חודש נובמבר, אשר פורסם ב 15 לדצמבר ירד ב-0.1 נקודות האחוז, ועומד על 104.0 נקודות, לעומת 104.1 נקודות בחודש הקודם (על בסיס ממוצע 2010) וזאת בניגוד להערכות המוקדמות אשר עמדו על עלייה של 0.1%, כתוצאה מירידה זאת מסתכמת האינפלציה בפועל המחושבת 12 חודשים לאחור, ב- 2.55%. אינפלציה



מרווח הוגן בע"מ

- זאת עקבית עם מדיניות הריבית של בנק ישראל שהציבה יעד של יציבות מחירים של 1% - 3% אינפלציה.
- ה.2. נגיד בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש ינואר על ללא שינוי והיא עומדת על רמה של 2.75%. הסיבות העיקריות להחלטה היו:
1. התחזיות האינפלציה כפי שנמדדות משוק ההון, אלו של החזאים ואלו של בנק ישראל נמצאות בקרבת מרכז היעד. האינפלציה בפועל בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים ממשיכה להתבסס בתוך תחום יעד האינפלציה.
 2. האינדיקטורים לפעילות הכלכלית במשק הישראלי ממשיכים לתמוך בהערכה לפיה המשק הישראלי ממשיך לצמוח בשיעור נמוך מהקצב שנמדד בתחילת השנה ובשנה שעברה.
 3. הצעדים שננקטו החודש על ידי הבנק המרכזי של אירופה הביאו לשיפור מסוים בשווקים הפיננסיים בעולם. בארה"ב ממשיכים הנתונים הכלכליים להצביע על שיפור במצב הכלכלה. אולם, חוסר הוודאות לגבי ההתפתחויות בכלכלה העולמית נותרה גבוהה, ומשליכה גם על אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק הישראלי.
 4. השווקים העולמיים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות.
- ה.3. שער הדולר עמד על 3.817 ₪ לדולר בסוף חודש דצמבר לעומת 3.793 ₪ לדולר בסוף חודש נובמבר.
- ה.4. שער היורו עמד על 4.9142 ₪ ליורו בסוף חודש דצמבר לעומת 5.0475 ₪ ליורו בסוף חודש נובמבר.

ו. השינויים בפרמיות הסיכון:

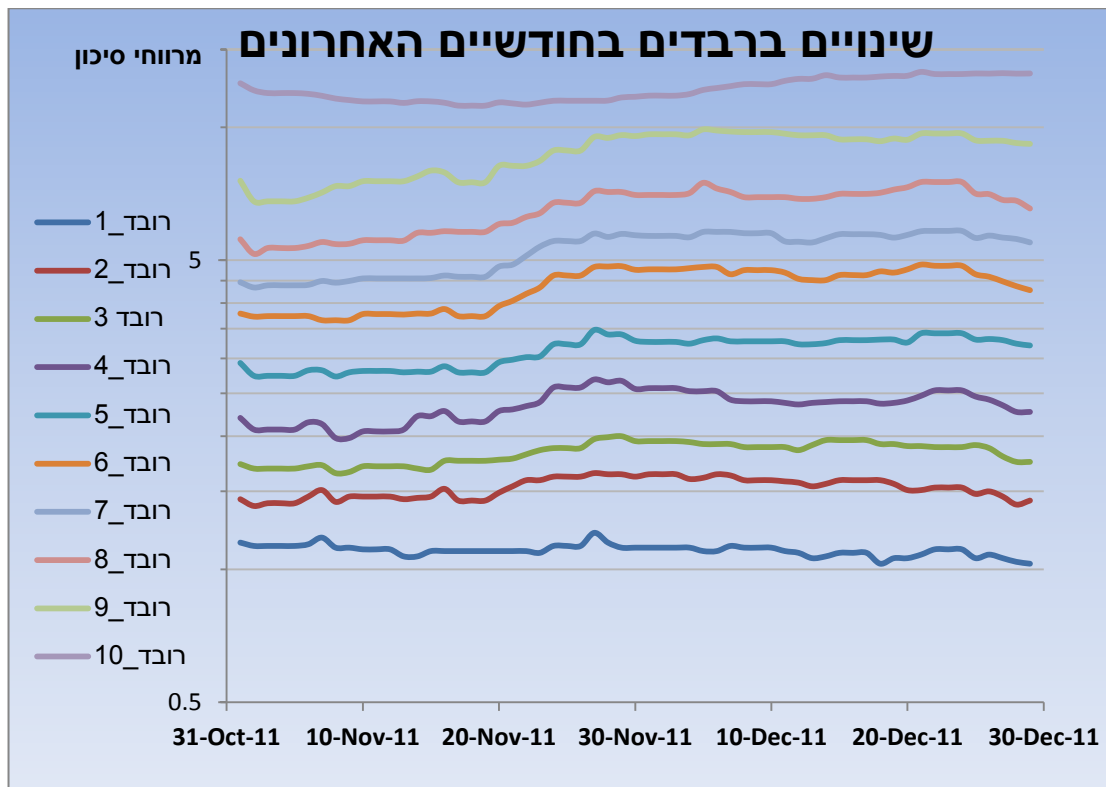
בניירות הקונצרנים ניתן לראות ירידות בתשואות של מדדי התל בונד הצמוד, ועליה בתשואות של מדד התל בונד השקלי. התשואה של מדד התל בונד 20, 40 ו 60 ירדו בחודש האחרון בכ 0.163%, 0.2%, ו 0.17% בהתאמה. לעומת זאת התשואה של מדד התל בונד השקלי עלתה בכ 0.33%. אם נסתכל על פרמיות הסיכון של מדדי התל בונד נוכל לראות כי פרמיית הסיכון על מדד התל בונד 20 נותרה כמעט ללא שינוי (עלייה קטנה של 0.01%) אולם בשאר מדדי התל בונד ראינו ירידות בפרמיות הסיכון. פרמיות הסיכון על מדדי התל בונד 40, 60 והשקלי ירדו במהלך החודש האחרון בכ 0.05%, 0.02% ו 0.19% בהתאמה.



מרווח הוגן בע"מ

ז. השינויים ברבדים:

באופן דומה לירידות במרווחי הסיכון ברוב מדדי התל בונד, במהלך חודש דצמבר, ראינו ירידות גם בגבולות הרבדים, הנגזרים באופן ישיר מפרמיות הסיכון בשוק הסחיר. הירידות במרווחי הסיכון בשוק ובגבולות הרבדים באה בניגוד למגמה של עלייה במרווחים אותה ראינו במהלך חודש נובמבר.



ח. שינויי דירוגים בשוק הלא סחיר לחודש דצמבר:

- ח.1. יצחקי מחסנים – בתאריך 11/12/2011 העלתה חברת הדירוג "מידרוג" את הדירוג של חברת יצחקי מחסנים בע"מ מדירוג Baa1 לדירוג A3. העלאת הדירוג נבע מהגידול בהיקף הפעילות הבא לידי ביטוי בשיפור בפרמטרים התפעוליים של הנכסים המניבים, בתמהיל השוכרים ובפיזור הנכסים. כתוצאה משינוי דירוג זה הושפע השערוך של נכס חוב לא סחיר, יצחקי מחסנים א, שער הנכס עלה בכ 4.8% ומרווח הסיכון ירד בכ 1.77%.
- ח.2. הום סנטר – בתאריך 12/12/2011 הורידה חברת הדירוג Standard&Poor's Maalot את דירוגה של הום סנטר (עשה זאת בעצמך) בע"מ מדירוג A- לדירוג BBB וזאת עקב שחיקה במעמדה הפיננסי של החברה, בעיקר כתוצאה מרמת נזילות חלשה. כתוצאה משינוי דירוג זה הושפע השערוך של נכס חוב לא סחיר, הום סנטר א, שער הנכס ירד בכ-14.26% ומרווח הסיכון עלה בכ 6.42%.



מרווח הוגן בע"מ

3. ח. פז חברת הנפט בע"מ, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ – בתאריך 14/12/2011 הורידה חברת הדירוג Standard&Poor's Maalot את הדירוגים של פז חברת הנפט בע"מ ושל חברת הבת, פז בית זיקוק אשדוד בע"מ, מדירוג AA- לדירוג A+ וזאת בשל רמות יחסים פיננסיים אשר אינם הולמות את הדירוג. כתוצאה משינוי הדירוג הושפע השערוך של נכסי החוב הלא סחירים הבאים:

- א. פז בת זיקוק אשדוד 27 א, שער הנכס ירד בכ 1.3% ומרווח הסיכון עלה בכ 1.97%.
- ב. פז בת זיקוק אשדוד 43, שער הנכס ירד בכ 0.24% ומרווח הסיכון עלה בכ 0.07%.
- ג. פז בת זיקוק אשדוד דולר 27, שער הנכס ירד בכ 1.06% ומרווח הסיכון עלה בכ 3.02%.
- ד. פז בת זיקוק אשדוד דולר 27 א, שער הנכס ירד בכ 1.06% ומרווח הסיכון עלה בכ 3.01%.
- ה. פז בת זיקוק אשדוד דולר 27 ב, שער הנכס ירד בכ 1.06% ומרווח הסיכון עלה בכ 3.02%.
- ו. פז בת זיקוק אשדוד מדד 27 ב, שער הנכס ירד בכ 1.31% ומרווח הסיכון עלה בכ 1.97%.
- ז. פז בת זיקוק אשדוד מדד 27 ג, שער הנכס ירד בכ 1.90% ומרווח הסיכון עלה בכ 1.86%.

4. ח. גרנית הכרמל השקעות – בתאריך 14/12/2011 הורידה חברת הדירוג Stand&Poor's Maalot את הדירוג שח גרנית הכרמל השקעות בע"מ, אשר פועלת בתחום שיווק הדלקים באמצעות סונוול, מדירוג A לדירוג A- וזאת בעקבות תזרימי מזומנים חלשים ועלייה ברמת המינוף. כתוצאה משינוי הדירוג הושפע השערוך של נכסי החוב הלא סחירים הבאים:

- א. גרנית הכרמל 3, שער הנכס ירד בכ 2.8% ומרווח הסיכון עלה בכ 2.86%.
- ב. גרנית הכרמל 4, שער הנכס ירד בכ 2.33% ומרווח הסיכון עלה בכ 1.88%.

ט. עסקאות מהותיות בשוק הלא סחיר בחודש דצמבר:

תאריך	מספר נייר	שם נייר	מחזור בע"ג	מחיר עסקה
12/12/2011	1100908	מקורות 6	50,639,000	133.32
20/12/2011	6000087	חשמל צמוד 2012	84,500,000	118.63
21/12/2011	6000087	חשמל צמוד 2012	13,665,600	118.63



מרווח הוגן בע"מ

י. הנפקות במהלך חודש דצמבר:

#	מספר נייר	שם חברה	סדרה	סוג הצמדה	מחיר הנפקה	גודל הנפקה במיליוני ₪
1.	1125194	דקסיה ישראל	יג	מדד	100	131.4
2.	1125186	דקסיה ישראל	ח	שקל	100	300
3.	1125210	שיכון ובינוי	5	מדד	100	235
4.	3230083	מלירסון	ד	מדד	119	94.76
5.	1117357	אמות	ג	מדד	114.4	171.6

* אג"ח חדש

יא. הנכסים המצוטטים ע"י חברת מרווח הוגן:

חברת מרווח הוגן בע"מ מצטטת נכון לסוף דצמבר 243 נכסים.
מצ"ב טבלה של נכסים המצוטטים ע"י חברת מרווח הוגן:

20/03	31/05	30/06	31/07	31/08	27/09	31/10	30/11	29/12
193	196	207	236	234	231	235	239	243

יב. אודות מרווח הוגן:

חברת מרווח הוגן בע"מ הינה החברה היחידה בארץ אשר מורשית על ידי משרד האוצר להעניק שירותי **שערוך לנכסי החוב הבלתי סחירים** בהם מחזיקים הגופים המוסדיים (חברות ביטוח, קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות השתלמות וקופות פיצויים) המנהלים כספים של הציבור לחסכון לטווח הבינוני והארוך. חברת מרווח הוגן בע"מ הינה חברה ייעודית שהוקמה לצורך שיערוך נכסי החוב הלא סחירים. לצורך השערוך החברה מקימה ומתפעלת מאגר ציטוטי מחירים פרטניים ושערי ריבית עבור הגופים המוסדיים, אשר מבוסס על מתודולוגיה ומודל ייחודיים שפיתחה מרווח הוגן בע"מ, בעזרתו קובעת החברה מחירים פרטניים לנכסים בלתי סחירים, בין היתר באמצעות ציטוט שערי ריבית, פרמיות סיכון ופרמיות אי סחירות לצורך היוון תזרימי מזומנים בהתאם לדרגת הסיכון של כל נכס, מועד הפדיון הצפוי של כל תזרים ואפיק ההצמדה הרלוונטי. מדיניות החברה היא לספק פתרונות ברמה מקצועית גבוהה לכלל נכסי החוב הלא סחירים המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים וכן לגופים אחרים כמו בנקים, בתי השקעות וחברות עסקיות. שירותי השערוך מתייחסים למגוון רחב של נכסי חוב בלתי סחירים כמו: אגרות חוב קונצרניות סטרייט; צמודות ולא צמודות, מדורגות ולא מדורגות פיקדונות בנקאיים ואחרים ליסינג, ניירות ערך מסחריים, SPC והלוואות עסקיות המתבצעות בדרך כלל בין גוף מוסדי אחד לגוף עסקי (TAILOR MADE), אג"ח מיועדות של מדינת ישראל, משכנתאות ועוד.



מרווח הוגן בע"מ

י.ג. גילוי נאות והגבלת אחריות;

סקירה זו הוכנה ע"י חברת מרווח הוגן בע"מ, בהסתמך על מידע שנאסף ו/או מידע זמין לציבור ממקורות שונים. סקירה זו אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורות בה. כל הדברים האמורים בה אינם מהווים משום חוות דעת, המלצה, הצעה לרכישה, אחזקה או מכירה של נכסים פיננסיים כלשהם או נכסים אחרים. אין לראות באמור בה כשירותי ייעוץ השקעות ו/או דירוג סיכונים. המידע אינו בא להחליף שיקול דעת עצמאי של הקורא או קבלת ייעוץ מקצועי מתאים.

כל הזכויות, בסקירה זו שייכות לחברת מרווח הוגן בע"מ. חל איסור מוחלט על מכירה, של הסקירה, לאחרים (שאינם מהנמענים לסקירה זו), ללא הרשאה בכתב של מרווח הוגן בע"מ.