



מרווח הוגן בע"מ

סקירה חודשית

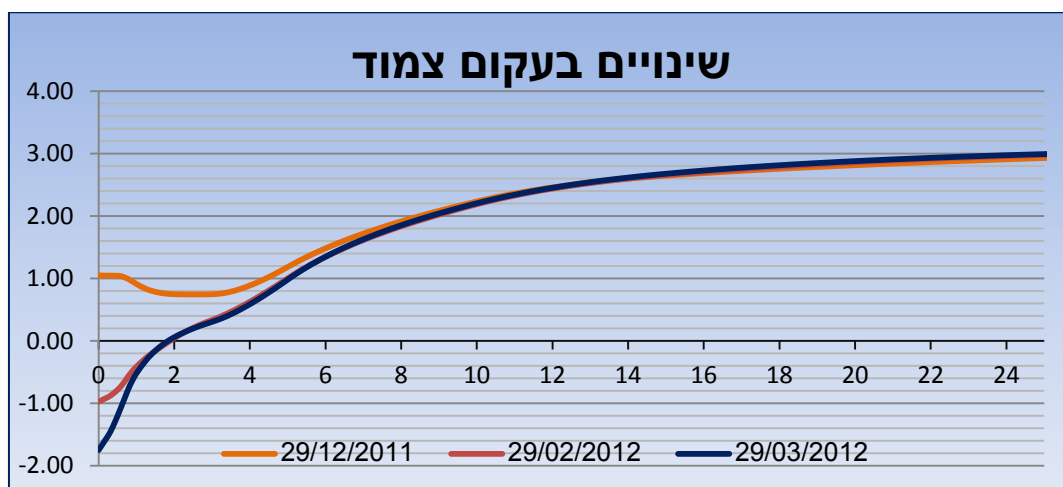
מרץ 2012

מאת: רומן אקולוב ומקס אולקין, מחלקת מחקר ואנליזה

להלן סקירה חודשית של חברת מרווח הוגן בע"מ המתארת את עיקרי השינויים שחלו בריביות ובמרווחים במהלך חודש מרץ 2012. שינויים אלו השפיעו באופן ישיר על שערי השערות של נכסי החוב הבלתי סחירים, על פי מודל הרבדים, שהוא המודל העיקרי של חברת מרווח הוגן.

א. השינויים באפיק הצמוד:

במהלך החודש האחרון הריביות הממשלתיות הצמודות נותרו ללא שינוי מהותי, למעט הריבית לטווח קצר עד שנה אחת, הריבית על אג"ח ממשלתי צמוד מדד לשנה עמדה בסוף מרץ על כ-0.52%, ריבית זאת מבטאת ירידה של כ-0.11 נקודות האחוז מסוף פברואר 2012, אז עמדה הריבית חסרת הסיכון הצמודה לטווח זה על כ-0.41%. בסך הכול ירדה, מתחילת השנה, הריבית הממשלתית הצמודה לטווח זה בכ-1.42 נקודות האחוז, אז עמדה הריבית על כ-0.91%. בטווחים הבינוניים והארוכים, ניתן לראות שינויים קלים בריביות הממשלתיות הצמודות, ירידה של כ-0.02 נקודות האחוז בריביות לטווח של 5 שנים, מרמה של כ-1% בסוף פברואר, לרמה של 0.98% בסוף מרץ, וירידה של כ-0.2 נקודות האחוז מתחילת השנה. הריבית על אג"ח ממשלתי צמוד מדד ל-10 שנים עמדה בסוף מרץ על כ-2.21%, ריבית זאת מבטאת עלייה של כ-0.02 נקודות האחוז מסוף פברואר 2012, אז עמדה הריבית חסרת הסיכון הצמודה לטווח זה על כ-2.19% ובסך הכול ירדה, מתחילת השנה, הריבית הממשלתית הצמודה לטווח זה בכ-0.03 נקודות האחוז, אז עמדה הריבית על כ-2.24%. להלן שינויים בעקום הריביות הממשלתיות הצמודות:



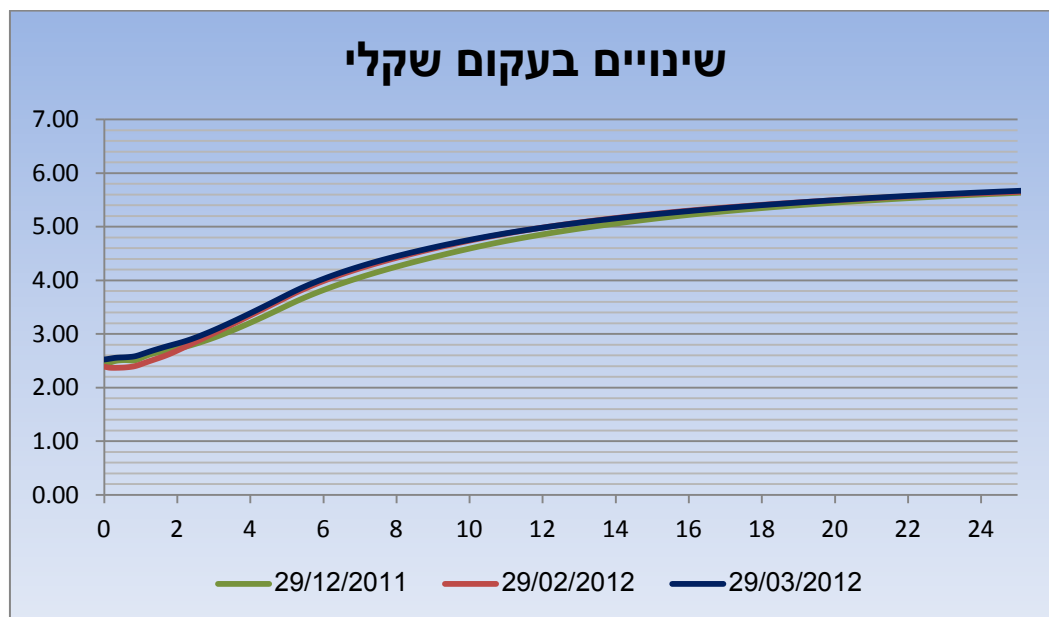


מרווח הוגן בע"מ

ב. השינויים באפיק השקלי:

במהלך חודש מרץ, חלו עליות קלות בריביות חסרות הסיכון השקליות בכל הטווחים. בטווח הקצר, עלתה הריבית השקלית לשנה מרמה של 2.44% בסוף פברואר לרמה של 2.62% בסוף מרץ, עלייה זאת מבטאת עליה של כ-0.17 נקודות האחוז. ובסה"כ, מתחילת השנה, עלתה ריבית חסרת הסיכון לטווח זה בכ-0.06 נקודות האחוז, אז עמדה הריבית על כ-2.55%. בטווחים הבינוניים, עלתה הריבית חסרת הסיכון השקלית ל-3 שנים מרמה של 3.02% בסוף פברואר לרמה של 3.07% בסוף מרץ, ובסך הכול, מתחילת השנה, עלתה הריבית חסרת הסיכון השקלית לטווח זה בכ-0.13 נקודות האחוז, אז עמדה הריבית על כ-2.93%. הריבית על אג"ח ממשלתי שקלי ל-7 שנים עמדה בסוף מרץ על כ-4.26%, ריבית זאת מבטאת עלייה של כ-0.03 נקודות האחוז מסוף פברואר 2012, אז עמדה הריבית חסרת הסיכון השקלית לטווח זה על כ-4.22% ובסך הכול עלתה, מתחילת השנה, הריבית הממשלתית השקלית לטווח זה בכ-0.2 נקודות האחוז, אז עמדה הריבית על כ-4.06%.

להלן שינויים בעקום הריביות הממשלתיות השקליות:



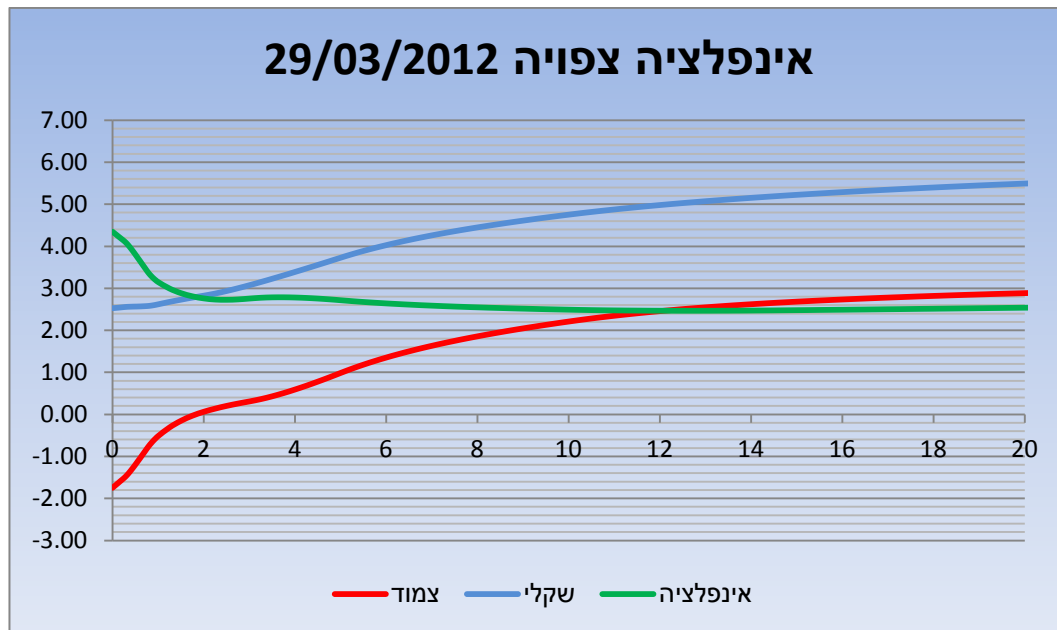
ג. אינפלציה

הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה עמדו בסוף מרץ 2012 על כ-3.15%, ציפיות אלו גבוהות בכ-0.28 נקודות האחוז מסוף פברואר 2012, אז עמדו הציפיות לאינפלציה, לטווח זה, על כ-2.86%. הציפיות לאינפלציה בטווחים הארוכים יותר מעט נמוכה יותר ועומדת על כ-2.76% לשנתיים, בסה"כ מדובר בעלייה של 0.11 נקודות האחוז בציפיות לאינפלציה לטווח זה.



מרווח הוגן בע"מ

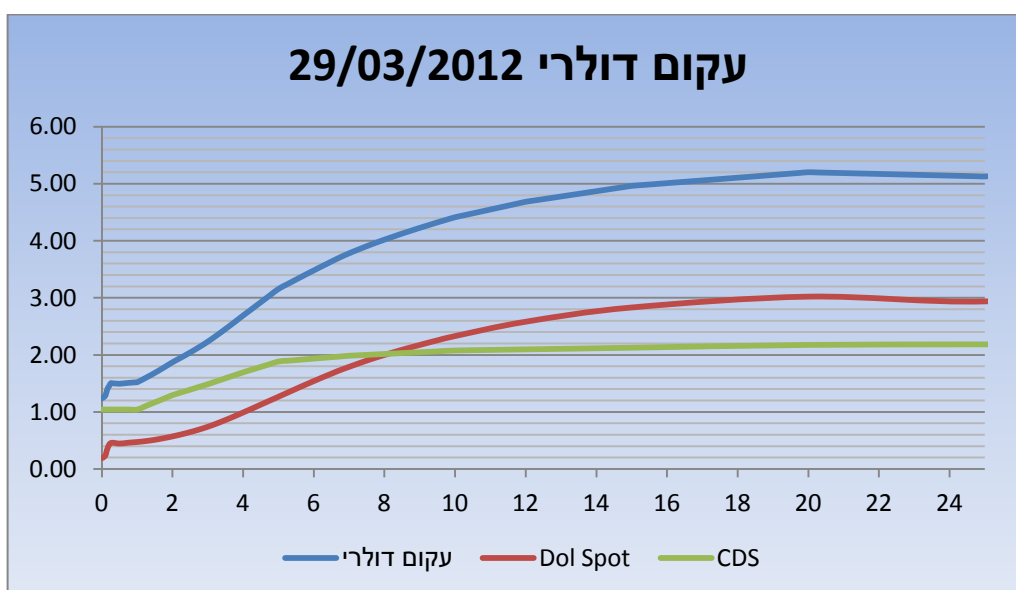
להלן הציפיות לאינפלציה נכון לתאריך 29/03/2012 :



ד. אפיק המט"ח:

ד.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- CDS (Credit Default Swap) הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל. להלן העקום הדולרי נכון לתאריך 29/03/2012 :



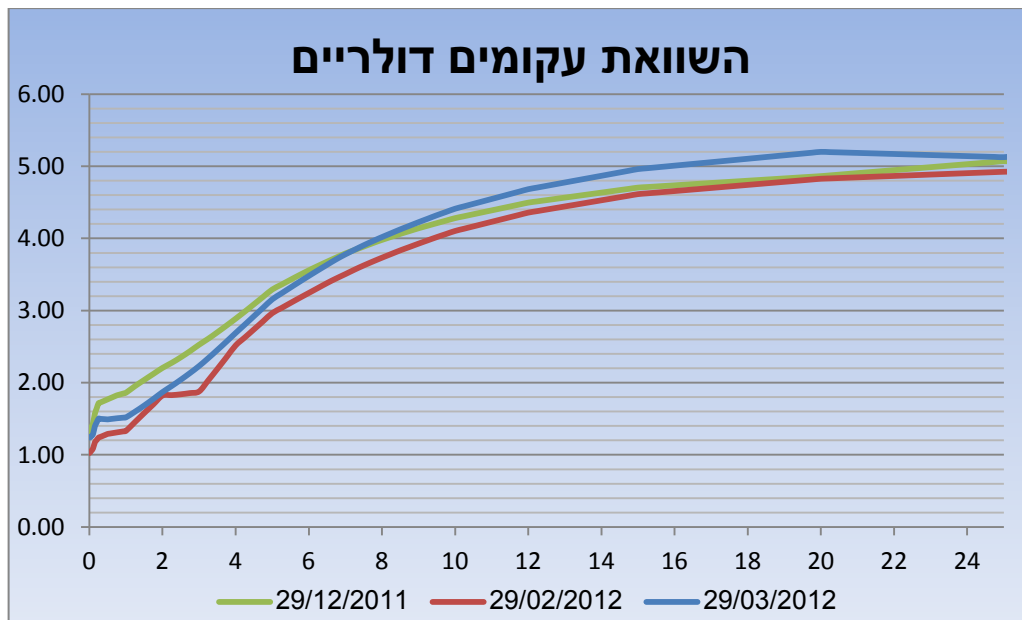
3 / 12



מרווח הוגן בע"מ

במהלך חודש מרץ 2012, חלו עליות לאורך כל העקום חסר הסיכון הדולרי. הריבית הדולרית לשנה עלתה מרמה של 1.33% בסוף פברואר לרמה של 1.52% בסוף מרץ, הריבית ל- 5 שנים עלתה מרמה של 2.96% בסוף פברואר לרמה של 3.16% בסוף מרץ והריבית ל- 10 שנים עלתה מרמה של 4.1% בסוף פברואר לרמה של 4.41% בסוף מרץ. הריבית חסרת הסיכון הדולרית לשנה ירדה בכ 0.34 נקודות האחוז מתחילת השנה, אז עמדה הריבית חסרת הסיכון הדולרית לטווח זה על כ- 1.86%, הריבית ל- 7 שנים נותרה ללא שינוי ועומדת על כ- 3.78%, אולם, הריבית חסרת הסיכון הדולרית ל 10 שנים עלתה בכ- 0.12 נקודות האחוז מתחילת השנה, אז עמדה הריבית חסרת הסיכון הדולרית לטווח זה על כ- 4.28%.

להלן שינויים בעקום הדולרי:



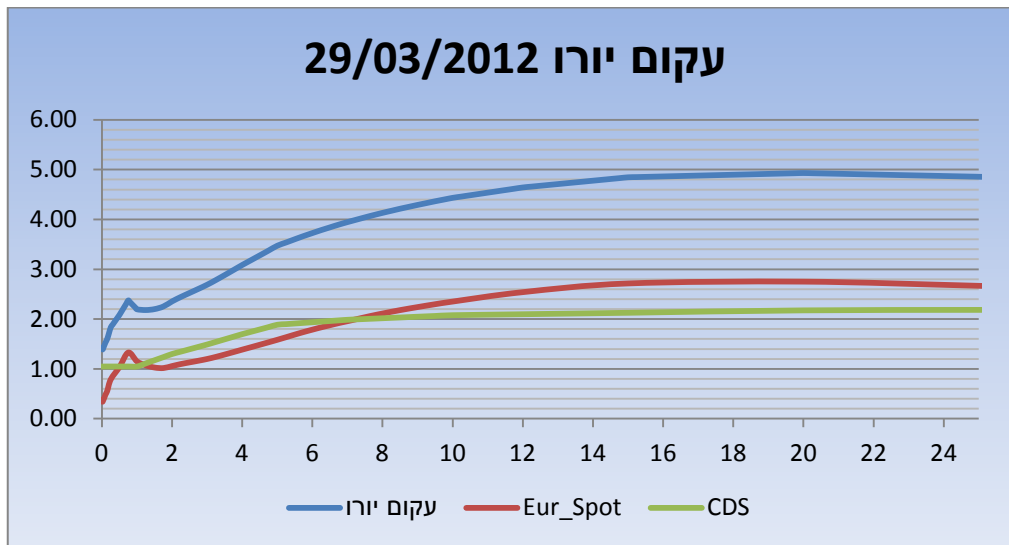
2. ד. אפיק היורו:

עפ"י המתודולוגיה של חברת מרווח הוגן עקום הריביות חסרות הסיכון הישראלי, עבור ריביות הנקובות ביורו, 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.



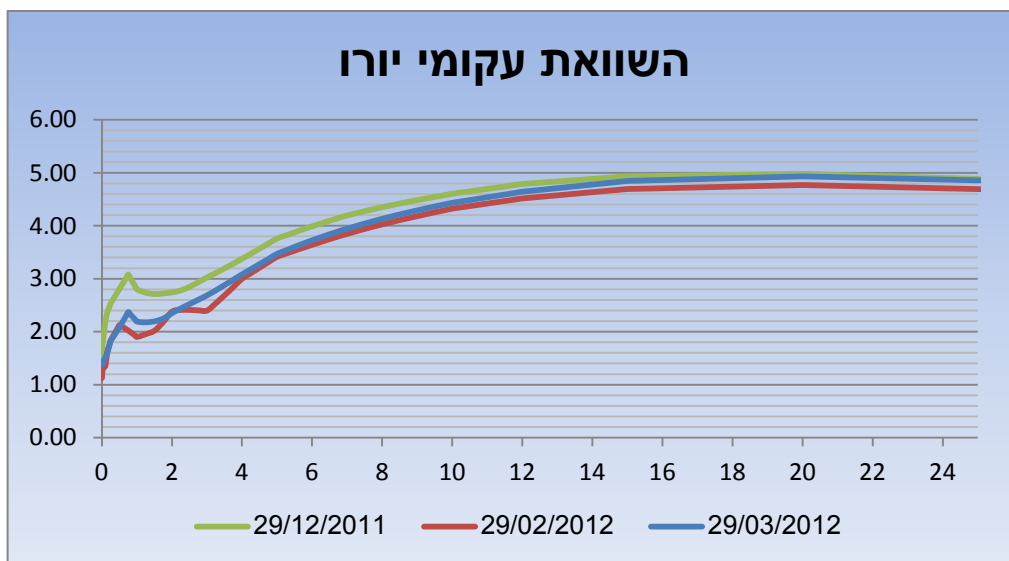
מרווח הוגן בע"מ

להלן עקום היורו נכון לתאריך 29/03/2012 :



במהלך החודש חלו עליות בריביות היורו בכל הטווחים, הריביות לשנה, ל 5 שנים ול 10 שנים בסוף פברואר עמדו על כ-1.90%, 3.41% ו-4.32% בהתאמה, לעומת הריביות של כ-2.19%, 3.47% ו-4.43% לאותם הטווחים בסוף מרץ בהתאמה. בסך הכול ניתן לומר כי חלה ירידה בעקום הריביות חסרות הסיכון היורו בהשוואה לריביות מתחילת השנה, הריביות לשנה, ל-5 שנים ול-10 שנים בתחילת השנה עמדו על כ-2.80%, 3.76% ו-4.60% בהתאמה, ריביות אלו מבטאות ירידה של כ-0.59, 0.28 ו-0.16 נקודות האחוז מתחילת השנה.

להלן שינויים בעקום היורו :

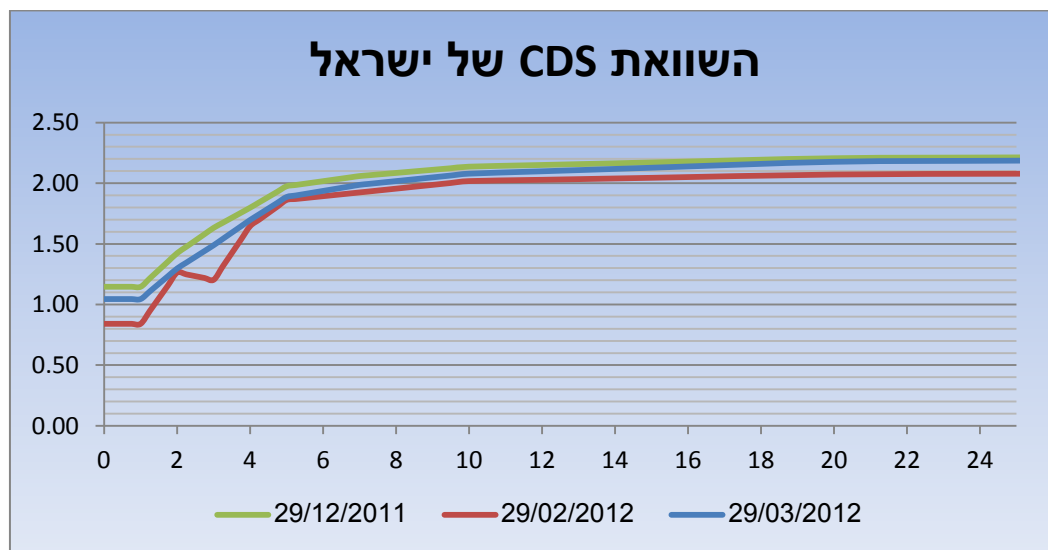




מרווח הוגן בע"מ

את השינויים בעקומי המט"ח (דולר ויורו) ניתן להסביר בעזרת השינויים שחלו ב CDS של ישראל ובשינויים בריביות הספוט. ה CDS של ישראל עלה בכל הטווחים. ניתן לראות כי ה CDS של ישראל לשנה עלה מרמת סיכון של 0.84% בסוף פברואר לרמה של 1.05% בסוף מרץ ול-3 שנים עלה מרמת סיכון של 1.20% בסוף פברואר לרמה של 1.49% בסוף מרץ. בטווחים ארוכים יותר העלייה הייתה פחות משמעותית ונעה בין 0.03 לבין 0.1 נקודות האחוז.

להלן שינויים ב CDS של ישראל:

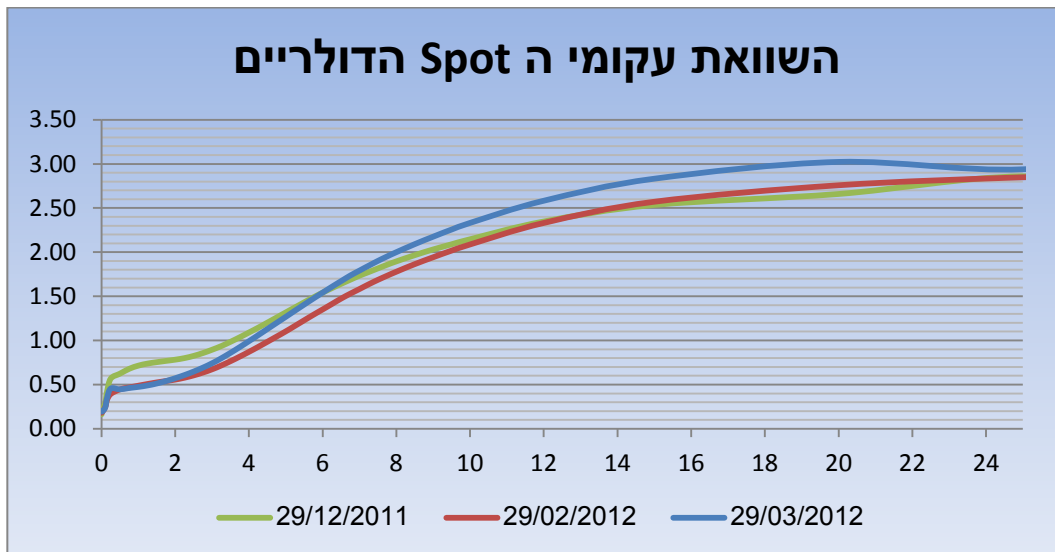


בנוסף למגמת העליות ב CDS של ישראל ראינו, במהלך החודש האחרון, עליות בריביות ה spot הדולריות בכל הטווחים. עליות אלו, הביאו לכך שהעקום הדולרי עלה מהותית במהלך החודש האחרון. אולם, בניגוד לעליות באפיק הדולרי, ראינו במהלך החודש האחרון מגמה מעורבת בריביות היורו spot, בטווח קצר עד שנה ובטווח בין שנתיים לשלוש שנים ראינו ירידות בריביות היורו spot, אולם בשאר הטווחים ראינו עליות בריביות. בסך הכול, השינוי המזערי בריביות היורו spot, יחד עם העליות ב CDS של ישראל הביאו לעליות בעקום היורו.

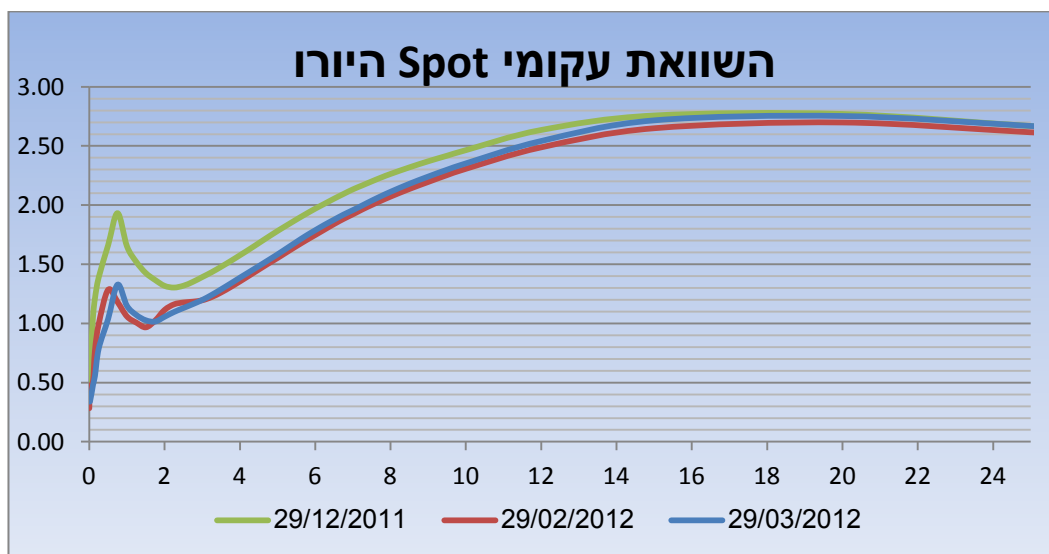


מרווח הוגן בע"מ

להלן שינויים בעקום ה Spot הדולרי:



להלן שינויים בעקום ה Spot היורו:



ה. שינויים במדדים ומטבעות:

1. מדד המחירים לצרכן בגין חודש פברואר 2012, אשר פורסם ב 15 למרץ 2012 נותר ללא שינוי, ועומד על 104.0 נקודות (על בסיס ממוצע 2010) וזאת בניגוד לתחזיות המוקדמות. בסך הכול מסתכמת האינפלציה בפועל ב-12 חודשים אחרונים ב-1.7%. אינפלציה זאת עקבית עם מדיניות הריבית של בנק ישראל שהציבה יעד של יציבות מחירים של 1% - 3% אינפלציה.



מרווח הוגן בע"מ

ה.2. נגיד בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש מרץ ללא שינוי ברמה של 2.5%. להלן הסיבות העיקריות להחלטה:

1. הצפיות לאינפלציה של הגורמים השונים לטווחים של שנה ומעלה נמצאות בתוך יעד האינפלציה.
2. נתוני הפעילות הריאלית במשק הישראלי מתיישבים עם תחזית בנק ישראל לצמיחה של כ- 3.1% בשנת 2012.
3. נתונים על הפעילות בכלכלה העולמית, שנוספו החודש, הצביעו על מגמה מעורבת.
4. רמות הריביות במשקים המובילים בעולם נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה הקרובה באף אחד מהבנקים המרכזיים של המדינות המפותחות הגדולות.

ה.3. שער הדולר עמד על 3.734 ₪ לדולר בסוף חודש מרץ 2012 לעומת 3.766 ₪ לדולר בסוף חודש פברואר 2012. להלן שינויים בשער הדולר:



שער היורו עמד על 4.9578 ₪ ליורו בסוף חודש מרץ 2012 לעומת 5.0623 ₪ ליורו בסוף חודש פברואר 2012.



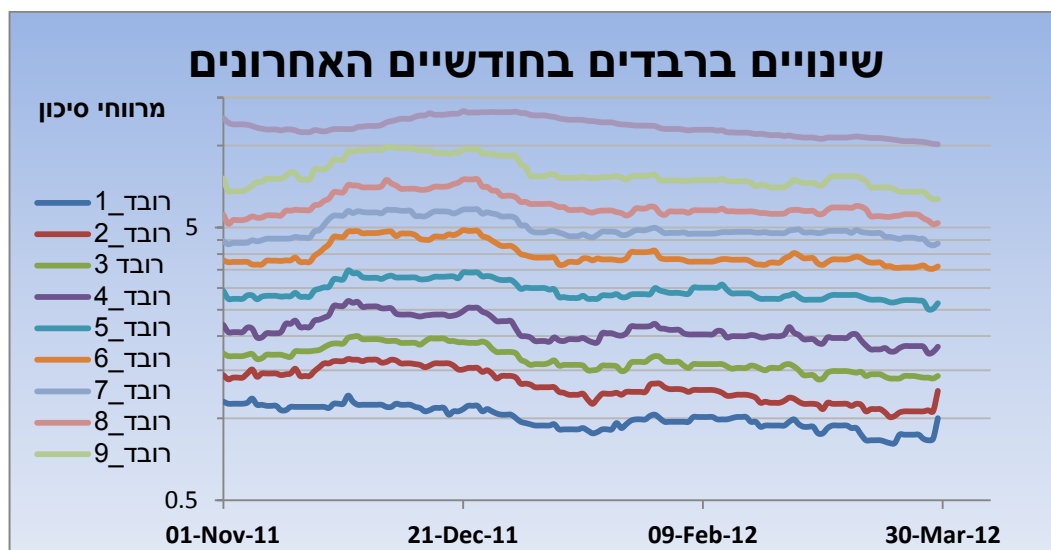
מרווח הוגן בע"מ

להלן שינויים בשער היורו:



ו. השינויים ברבדים:

במהלך חודש מרץ ראינו ירידות ברוב גבולות הרבדים, למעט הגבולות העליונים של רבדים 1 ו-2 (שעלו במקצת), הנגזרים באופן ישיר מפרמיות הסיכון בשוק הסחיר. בניכוי תצפיות חריגות ירדו במוצע גבולות הרבדים בכ-0.37 נקודות האחוז, בנוסף נרשמה בהמשך למגמה של חודש מרץ ירידה ממוצעת בגבולות הרבדים של כ-0.6 נקודות האחוז מתחילת השנה. להלן שינויים בגבולות הרבדים:





מרווח הוגן בע"מ

ז. שינויי דירוגים בשוק הלא סחיר לחודש מרץ 2012:

קרדן רכב סדרה ג' – קרדן רכב בע"מ; בתאריך 14/03/2012 הורידה חברת "מעלות" את הדירוג של קרדן רכב סדרה ג' מדירוג A+ לדירוג A כתוצאה מירידה ברווחיות בשנת 2011 יחד עם קיטון מסוים בנתח השוק. כתוצאה משינוי דירוג זה בתאריך 14/03/2012 עלה מרווח סיכון של נכס חוב זה מרמה של-1.38% לרמה של-3.65% ושערו ירד מ-123.04 ל-121.44.

דואר ישראל א' – חברת דואר ישראל; בתאריך 29/03/2012 הורידה חברת "מידרוג" את הדירוג של דואר ישראל א' מדירוג A1 לדירוג A2 וזאת בעיקר נוכח גידול חד בהוצאות השכר שאינו מלווה בגידול בהכנסות בעוצמה דומה. כתוצאה משינוי דירוג זה בתאריך 29/03/2012 עלה מרווח סיכון של נכס חוב זה מרמה של-2.39% לרמה של-3.32% ושערו ירד מ-108.74 ל-105.93, בנוסף, בהתאם לתנאי ההנפקה, החל מתאריך 01/10/2012 תעמוד הריבית על אגרות חוב על שיעור של 4.13% לשנה לעומת 3.88% לשנה לפני הורדת דירוג.

ח. עסקאות מהותיות בשוק הלא סחיר בחודש מרץ 2012:

תאריך	מספר נייר	שם נייר	מחזור בע"ג	מחיר עסקה
04/03/2012	6940134	אלקו החזקות 9	156,250,000	111.4
06/03/2012	1100908	מקורות 6	113,200,000	134.3
15/03/2012	7390065	אלקטרה ג'	90,000,000	119.55
21/03/2012	6000087	חשמל צמוד 2012	13,165,600	121.3
22/03/2012	1103159	עזריאלי קב א'	10,000,000	128
26/03/2012	6000129	חשמל צמוד 2022	15,000,000	109.12
28/03/2012	6000129	חשמל צמוד 2022	20,000,000	109.12
28/03/2012	6000087	חשמל צמוד 2012	20,000,000	121.4

ט. הנפקות סחירות במהלך חודש מרץ 2012:

#	מספר נייר	שם חברה	סדרה	סוג הצמדה	מחיר הנפקה	גודל הנפקה במיליוני ₪
1	1125996	סלקום	ו'	צמוד מדד	100	714.8 *
2	1126002	סלקום	ז'	שקלי	100	285.2 *
3	1119635	אלביט מערכות	א'	שקלי	102.9	831.1
4	1126051	דקסיה ישראל	ט'	שקלי	100	220.1 *



מרווח הוגן בע"מ

5	3870078	אלרוב נדל"ן	א'	מדד	116.7	13.7
---	---------	-------------	----	-----	-------	------

* אג"ח חדש

י. הנכסים המצוטטים ע"י חברת מרווח הוגן:

חברת מרווח הוגן בע"מ מצטטת נכון לסוף מרץ 282 נכסים.
מצ"ב טבלה של נכסים המצוטטים ע"י חברת מרווח הוגן:

29/03	29/02	31/01	29/12	30/11	31/10	27/09	31/08	31/07
282	258	259	254	249	244	239	240	240

יא. 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.

יב. 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.



מרווח הוגן בע"מ

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.