

סקטור הפיננסים והזדמנויות השקעה באג"ח

אלון גלזר, לידר שוקי הון

ספטמבר 2008

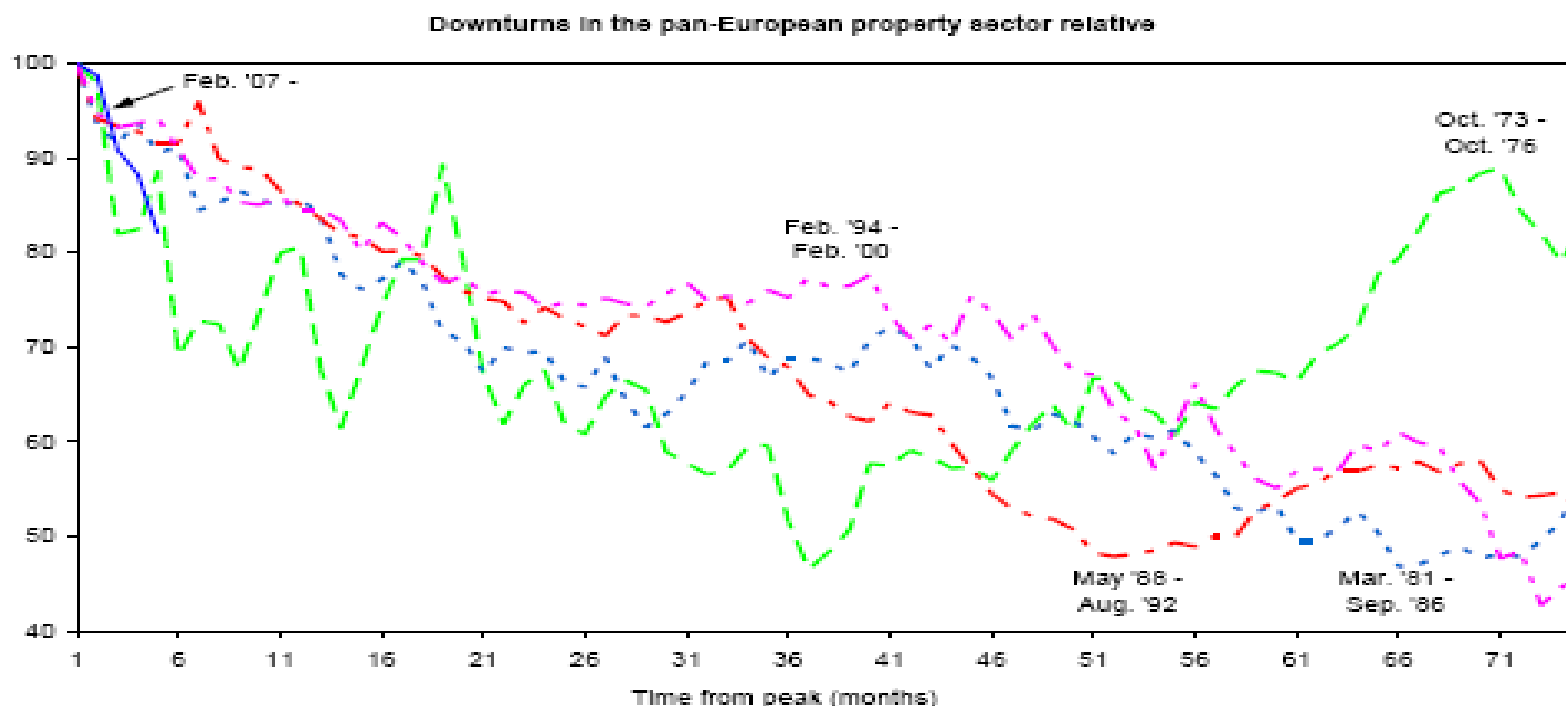
❖ נתחיל בחדשות הטובות:

- ❖ לא קיים חשש ליציבות הבנקים הישראליים.
- ❖ **הבנקים המקומיים לא נתנו אשראי בלתי מרוסן** - תיק האשראי של הבנקים נמצא במצב טוב מאד לקראת ההאטה המתקרבת (הרבה בזכות שוק ההון).
- ❖ **הלימות הון גבוהה:** הבנקים נהנים מהלימות הון גבוהה יחסית ומהיקף חובות בעייתיים נמוך.
- ❖ **הלקוחות מחזרים אחרי הבנקים:** אנו צופים גידול בתיק האשראי ולעליה במרווחים.

❖ אבל הבנקים לא יוכלו להתחמק מהשפעות המשבר העולמי:

- ❖ המשך ההפסדים בחו"ל – פועלים והבינלאומי הם החשופים ביותר להערכתנו.
- ❖ ירידה בהיקפי הפעילות
- ❖ עליה חדה בהפרשות לחובות מסופקים

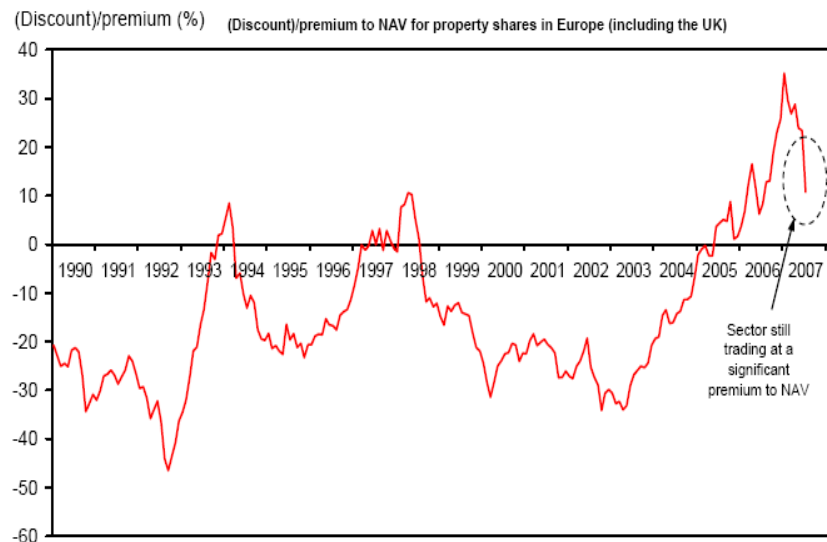
סקטור הנדל"ן - הכתובת הייתה על הקיר...



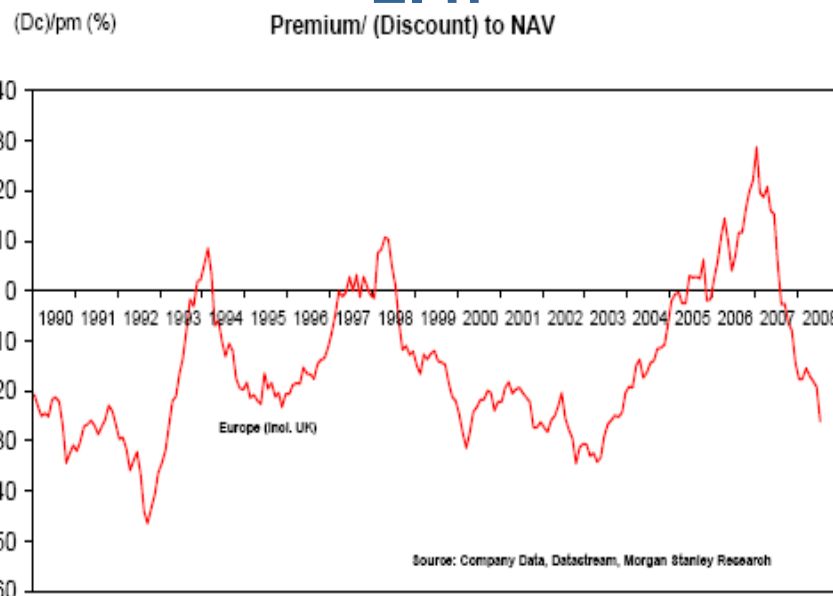
- ❖ במצגת שערכנו לפני שנה הצגנו גרף המתאר 5 תקופות בהן נרשמו ירידות במניות הנדל"ן בעולם.
- ❖ בניגוד לעבר, הפעם הנפילה הרבה יותר חדה ומהירה.

האם הגענו לתחתית?

לפני שנה



היום



❖ הגרף מתאר את הפער מעל/מתחת ה-NAV בהן נסחרות מניות הנדל"ן באירופה.

❖ חשוב לזכור – במקביל לדרישות המשקיעים לדיסקאונט קיימת גם ירידה ב-NAV עצמו.

❖ נראה שחלק גדול מהפגיעה בשווי הנכסים מתומחר במניות.

❖ מנגד, המחיקות בבנקים הזרים ומשבר אשראי (העדר נזילות) ימשיכו להשפיע לשלילה.

משבר הסאבריים

❖ לב המשבר הינו ענף המגורים בארה"ב:

- ❖ עליה (לא ריאלית) בשווי הבתים.
- ❖ מתן הלוואות למי שלא יכול לפרוע אותן.
- ❖ הנפקת נכסים פיננסיים בהיקפים עצומים המבוססים על נכסי הנדל"ן.
- ❖ בניה ספקולטיבית.



❖ השפעות המשבר

- ❖ סוף לביקושים הספקולטיביים (לא רק בארה"ב).
- ❖ מחיקות ענק של הבנקים - סגירת ברזי האשראי.
- ❖ האטה עולמית, ירידה בצריכה הפרטית, ירידה בתעסוקה.
- ❖ ירידה דרמטית בביקושים. עוד מעט נתחיל לראות גם גידול בהיצע.

ובשורה התחתונה: המשבר שהתחיל כמשבר נדל"ן מקומי הפך מהר מאד למשבר כלל עולמי. הפגיעה אינה רק בנדל"ן למגורים אלא גם במניבים (גם שם ניתן מימון בלתי מרוסן בשנים הארוכות). מבחינה גיאוגרפית הפגיעה העיקרית הינה בארה"ב, מערב אירופה וחלק ממדינות מזרח אירופה.

ארבע המכות של חברות הנדל"ן הישראליות

- 1. שחיקת ערך הנכסים בחו"ל:** קיים פער זמנים עד שמחירי הנכסים הריאליים מגיבים לשינויים בשוק. אנחנו רק בתחילת הירידות...
- 2. ייסוף:** התחזקות השקל מול מטבעות אחרים (דולר, יורו, לירה שטרלינג) שוחקת את שווי הנכסים ופוגעת בהון העצמי. מרבית החברות לא ביצעו שום גידור על החשיפה למט"ח.
- 3. אינפלציה:** המגדילה משמעותית את הוצאות המימון.
- 4. עליה במחירי תשומות הבניה:** פוגעת ביזמים הנמצאים בביצוע פרויקטים, פוגעת בקבלנים, וגם מביאה לירידה בשווי הקרקעות.

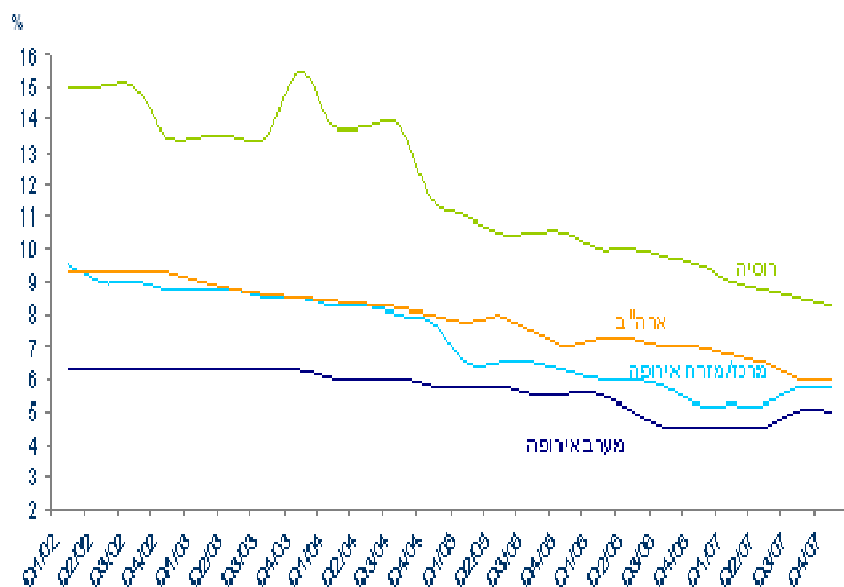
שחיקת ערך הנכסים בחו"ל

- ❖ **ברזי האשראי נסגרים:** לבנקים בעולם אין הון...וגם חשק להלוות למגזר הנדל"ן.
- ❖ **הביקוש האמיתי לנכסים יורד משמעותית:** לפחות חלק מהביקוש שראינו בשנים האחרונות היה ספקולטיבי. לא רק סאבפריים בארה"ב, אלא גם נכסים מניבים ומגורים במערב ומזרח אירופה.
- ❖ **בינתיים אין כמעט עסקאות:** כי אין קונים...ולכן המחירים עוד לא יורדים.
- ❖ **אבל תכף יתחילו להגיע המוכרים:**
- ❖ המחיקות של הבנקים הזרים יחייבו מכירת נכסים המגבים את ההלוואות
- ❖ חברות שלא יצליחו למחזר חובות

לא לשכוח את הכללים הפשוטים של **ביקוש והיצע:**
כיום: הביקוש ירד באופן דרמטי.
ואם נוסיף קצת פסימיות... בקרוב נראה גם גידול משמעותי בהיצע

מחירי ההיוון ירדו; מחירי השכירות בשיא

מחירי היוון של משרדים



שכר דירה במשרדים

- מוסקבה: כ- 1,100 יורו למ"ר לשנה
- לונדון: כ- 800 יורו למ"ר לשנה
- ציריך: כ- 600 יורו למ"ר לשנה
- שטוקהולם: כ- 520 יורו למ"ר לשנה
- וורשה: כ- 400 יורו למ"ר לשנה
- בוקרשט: כ- 300 יורו למ"ר לשנה

ישראל: כ- 170 יורו למ"ר לשנה

ישראל – אי של יציבות?

❖ בישראל לא נוצרה בועת נדל"ן של ביקושים ספקולטיביים ואשראי לא מרוסן.

❖ מגדלי מגורים OUT; מגדלי משרדים IN:

❖ ביקוש גדל למשרדים – כמעט ולא נבנו משרדים בשנים האחרונות.

❖ שכר הדירה נמוך משמעותית בהשוואה לעולם.

❖ אבל...מתחילים לבנות דווקא כשהמשק בדרך להאטה.

❖ בניה למגורים:

❖ בועה בשוק דירות היוקרה? הזרים כבר לא באים, ולנו יש תחושה שגם הישראלים יראו פחות התלהבות...

❖ שוק הדיור למגורים (לאנשים לא מהאלפיון העליון) יציב.

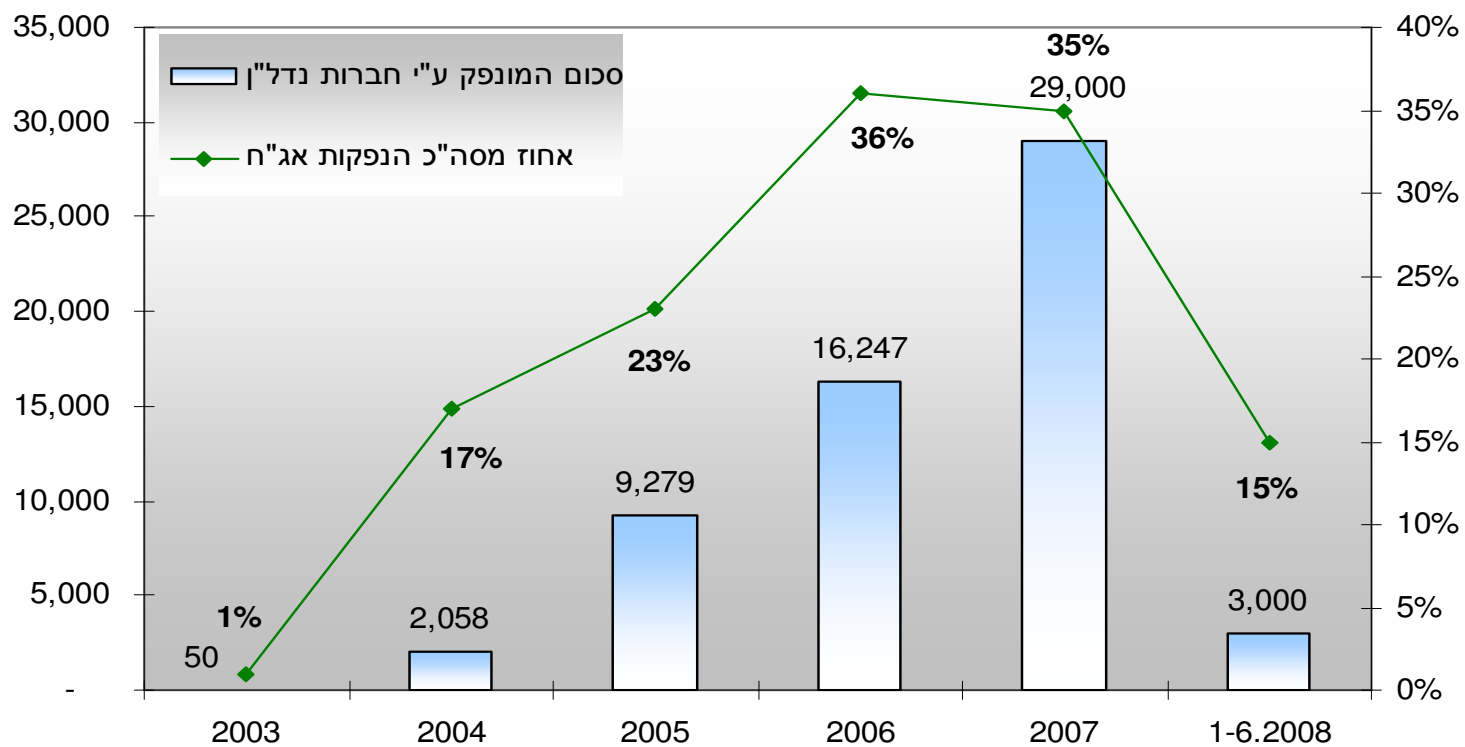
אג"ח קונצרני – יש ממה לפחד...

- ❖ מחירי הנכסים צפויים לרדת.
- ❖ מינוף: החברות הגדילו המינוף בשנים האחרונות.
- ❖ עסקאות במחירי שיא: חלק גדול מהמכירות נעשה במחירי שיא.
- ❖ ירידות דירוג באופק וכבר נראות: בעיקר של החברות הפעילות בחו"ל.
- ❖ חברות גייסו כשיכלו...רק שכחו שמחזירים כשצריך.
- ❖ בטוחות חלשות יחסית: במרבית המקרים האג"ח הקונצרני הוא מול שיעבוד שוטף, כשלחברות שעבודים עדיפים לבנקים.
- ❖ שוק ההון הרבה פחות סלחני/גמיש מהבנקים: הבנקים חדלו להיות "חוב נחות" לשוק ההון. למעשה שוק ההון מחלץ את הבנקים (נידר).
- ❖ הבנקים ישמחו לראות פשיטות רגל של חברות שהעדיפו את שוק ההון...

ולמרות זאת... זהו זמן טוב להשקיע באג"ח

- ❖ פתיחת מרווחים בכל האפיקים: גם במקרים בהם הסיכון באג"ח נמוך.
- ❖ תיק אג"ח קונצרניים ינצח אג"ח ממשלתי: ברמות התשואות היום, בניית תיק אג"ח קונצרניים מפוזר הינה אסטרטגיה שתניב להערכתנו תשואה עודפת על אחזקה באג"ח ממשלתי.
- ❖ שיעור חדלות פירעון היסטורי נמוך מאד.
- ❖ אמנם יהיו פשיטות רגל – אבל אם לא נראה קטסטרופה בשווקים השיעור לא יהיה גבוה. חשוב לזכור כי מעבר לאפקט הפסיכולוגי והתדמיתי גם תיק שאג"ח ספורות בו יפלו יניב תשואות עודפות.
- ❖ וגם חברות חדלות פירעון יחזירו חלק מהחוב. לפחות חלקן...
- ❖ הרבה חברות ביצעו RE FINANCE: הקטינו הסיכון והחזירו חלק מההון הביתה.
- ❖ חלק גדול מהחוב בחברות הפועלות בחו"ל הינו Non Recourse .
- ❖ הבנקים: גורם המייצב בישראל את שוק האג"ח. לבנקים בישראל אין כל בעיית הון והם יוכלו להזרים הון לחברות בקשיים.
- ❖ ירידות הדרוג מתומחרות: מחירי אגרות החוב כבר מתמחרות הפחתת דירוגים. אנו צופים 11 הפחתת דירוג של מרבית החברות הפעילות בחו"ל.

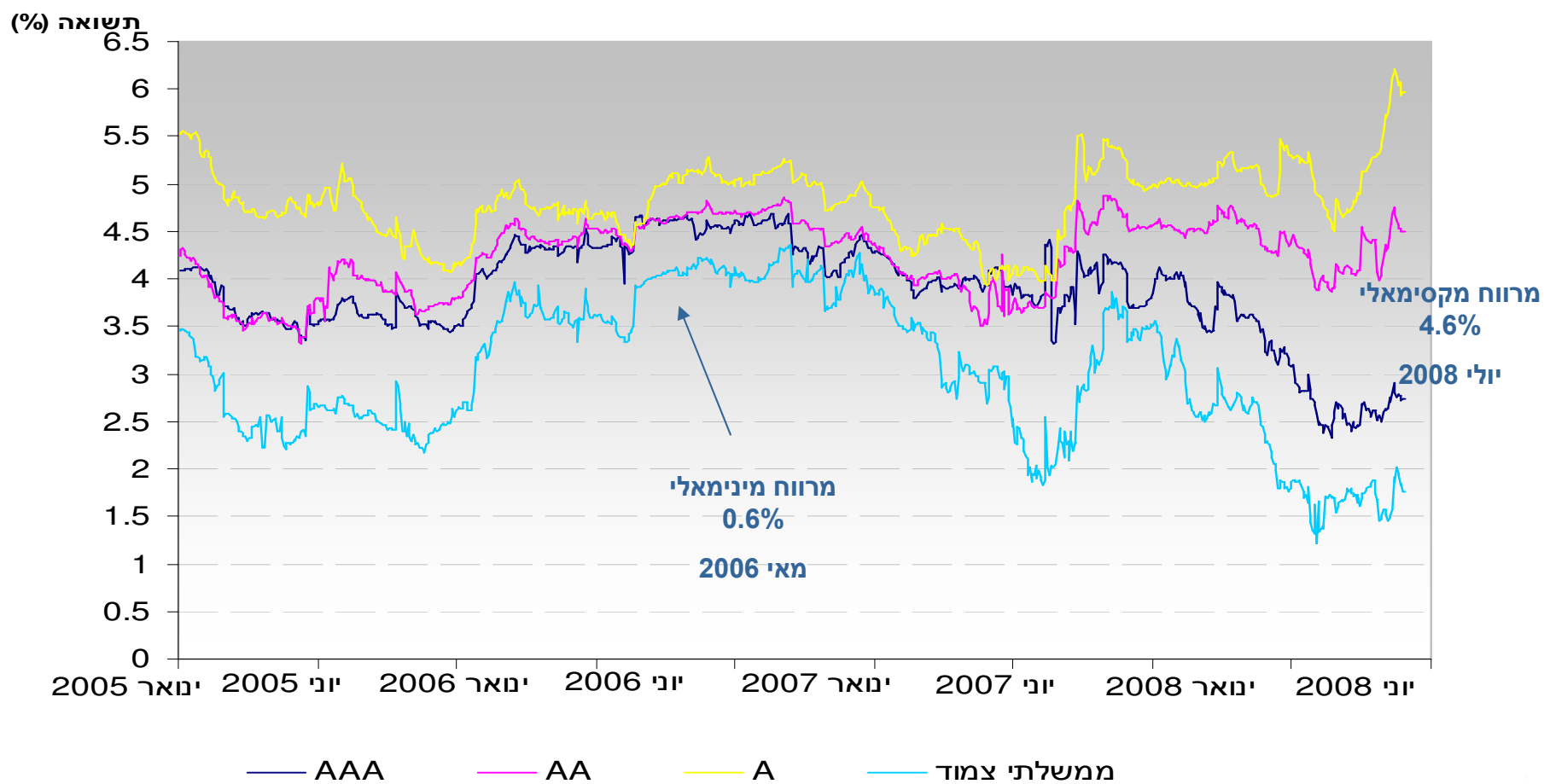
התפתחות שוק האג"ח בשנים האחרונות



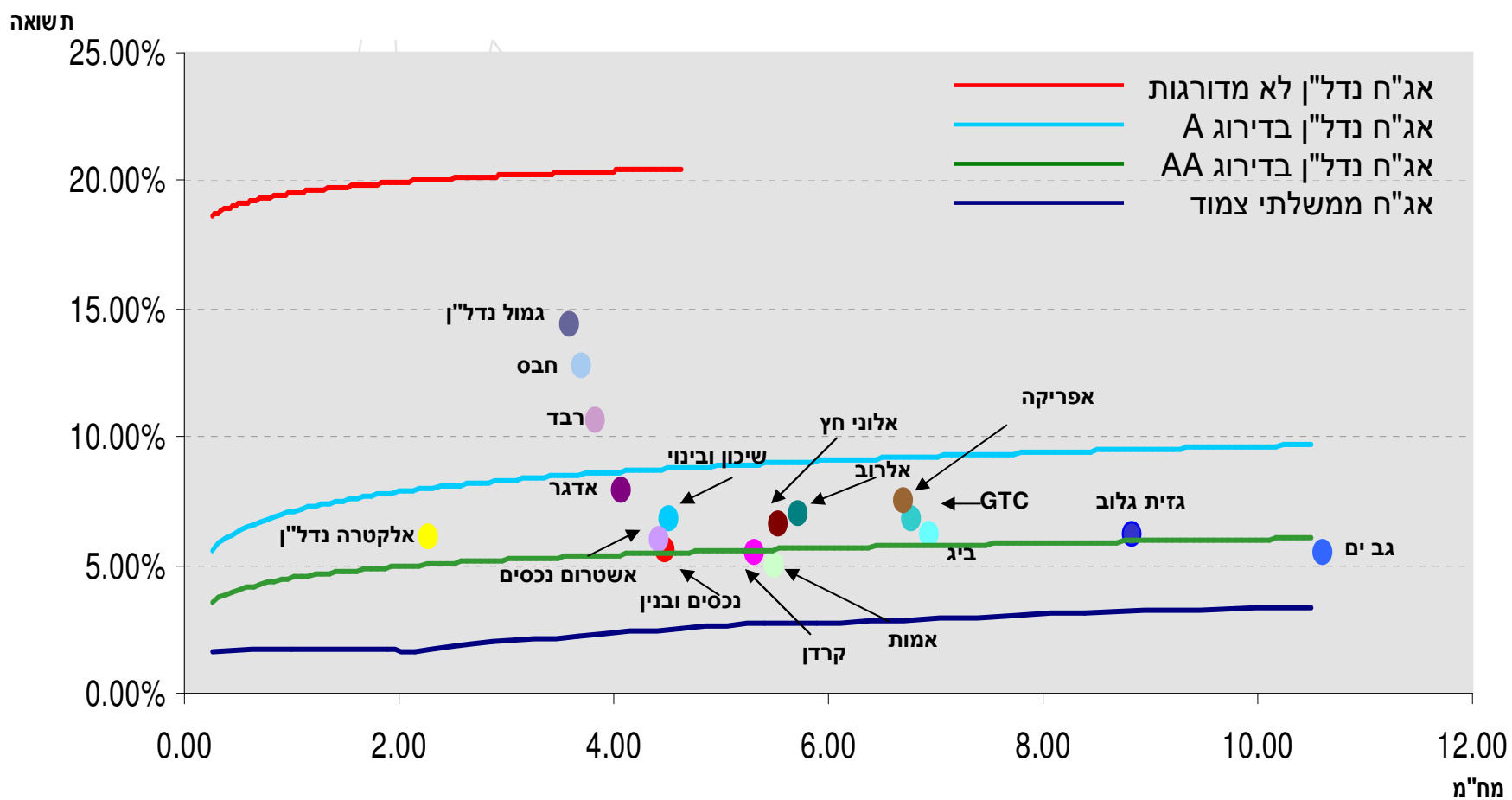
❖ שנת 2007 הייתה שנת שיא בהנפקות והקצאות אג"ח באופן כללי, ושל חברות נדל"ן בפרט.

❖ במחצית הראשונה של 2008 היקף הגיוסים ירד משמעותית. הירידה בהנפקות בשוק האג"ח הינה לאח 127 שנים רצופות של עליה בפעילות.

תשואות ממוצעות של אג"ח צמודות מדד



אגרות חוב של חברות הנדל"ן



גילוי נאות

פרטי התאגיד:

לידר ושות' בית השקעות בע"מ
רח' הארבעה 21, תל-אביב
טל: 03-6845757

גילוי מטעם התאגיד:

- הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.
- לידר ושות' ותאגידיים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכוח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.
- לידר הנפקות (1993) בע"מ מקבוצת לידר שוקי הון שימשה בשנה האחרונה כחתם בהנפקות ציבוריות של החברות הבאות: אלקטרה נדל"ן, גב ים, נכסים ובנין וקבוצת אי די בי, אדגר, גזית, אפריקה, ביג, אשרטום נכסים.
- לידר ושות' או תאגיד קשור אליה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידיים הבאים ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007): 15 אפריקה, גזית גלוב, נכסים ובנין, אלרוב נדל"ן, אלוני חץ, ג'יטיסי, קרדן, גב ים, אמות, ביג.

גילוי נאות

פרטי מכיני העבודה:

שם: אלון גלזר

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: along@leader.co.il

השכלה: MBA מנהל עסקים: מימון - אוניברסיטת ת"א

LL.B משפטים – אוניברסיטת ת"א

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסט (פברואר 2004 ואילך)
כלל פיננסים בטוחה אנליסט (2000-2004)

שם: גליה מיכלביץ'

כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב

e-mail: galia@leader.co.il

השכלה: במהלך M.B.A מנהל עסקים, התמחות במימון- אוניברסיטת תל-אביב

B.A כלכלה ומנהל עסקים- אוניברסיטת תל-אביב

ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסטית (נובמבר 2005 ואילך)

מתודולוגיה:

ניתחנו את אגרות החוב של החברות באמצעות ניתוח המבוסס על נתונים פיננסיים העולים מדוחו"ת החברות, והערכתנו לגבי פעילות החברה, הנהלתה, תחומי פעילותה, אופי הפרויקטים, ארצות היעד וגורמים נוספים המשפיעים להערכתנו על יכולת הפרעון של החוב.

גורמי סיכון:

גורמי סיכון הרלוונטיים לכל חברה מופיעים בשקף של כל חברה תחת הכותרת "הגורמים השליליים"