

02 פברואר 2009

הכדאיות של קניית אג"ח בשוק הראשוני

שוק גיוסי האג"ח בעולם – יוצא מהקיפאון ועולה מדרגה: זרם של הנפקות נקובות באירו, הנפקות לטווחים ארוכים, גיוסים נוספים מצידם של מנפיקים בעלי איכות אשראי בינונית, וניצנים ראשונים של גיוסים של בנקים ללא ערבות ממשלתית.

לא נלאה את קהל הקוראים בשלל ההנפקות שבוצעו בשוק בחולף, אך נבקש להפנות את תשומת הלב לכדאיות הרבה שבקניית אג"ח בשוק הראשוני בעת הנוכחית.

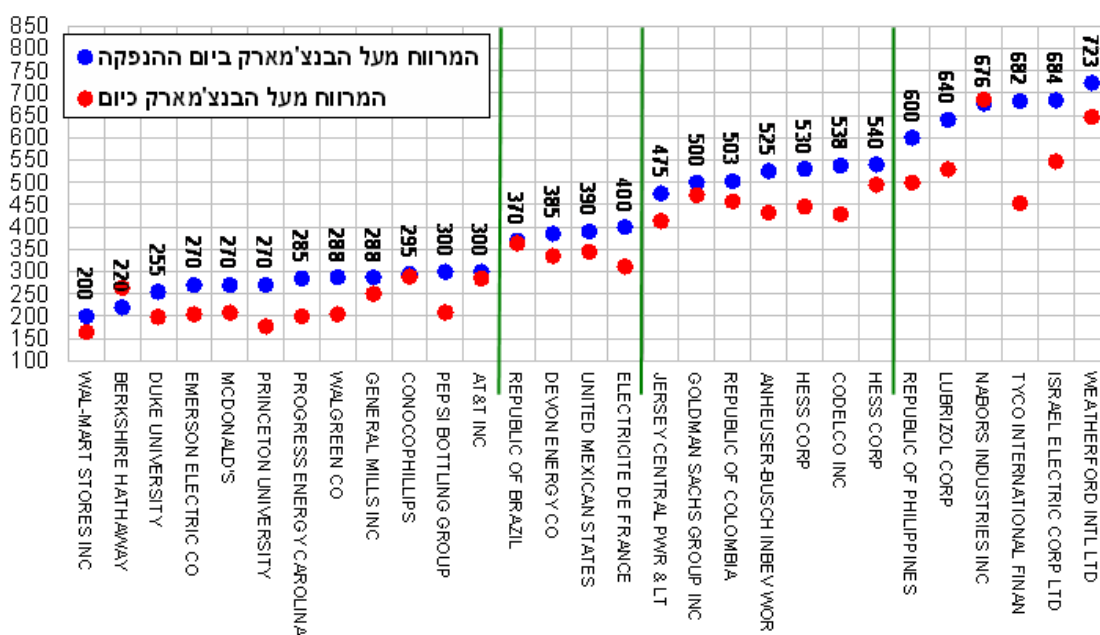
ניכר כי המנפיקים משלמים (בקלות רבה למדי) פרמיה משמעותית בהנפקות החדשות שלהם (New Issue Premium) ובשל כך אנו רואים צמצום מרווח מהיר יחסית בימים שלאחר ההנפקה. כך למשל האג"ח הדולרי שהונפק לפני שבוע ע"י **חברת חשמל לישראל** (Baa2, BBB+) נהנה מרווחי הון של 8% (המרווח הצטמצם בכ-150 נ"ב), האג"ח שהונפק ע"י חברת התעשייה **Tyco International** (BBB+) הרוויח גם הוא 8% מאז ההנפקה (המרווח הצטמצם בכ-230 נ"ב), והאג"ח שהונפק ע"י חברת הכימיקלים **Lubrizol** (BBB) רשם רווחי הון של 6% (המרווח הצטמצם בכ-110 נ"ב).

על מנת להדגים את התופעה ליקטנו כמה הנפקות דולריות לטווח של 10 שנים וסימנו את המרווח המקורי ביום ההנפקה (**בכחול**) לעומת המרווח הנוכחי (**באדום**).

הנפקות אג"ח לטווח של 10 שנים

בכחול - המרווח מעל האג"ח של ממשלת ארה"ב בשוק הראשוני ביום ההנפקה

באדום - המרווח מעל האג"ח של ממשלת ארה"ב נכון ל-27 בינואר 2009



באיזה מנפיקים כדאי להתמקד?

הואיל והגרף כבר לפנינו, אנו מבקשים בהזדמנות זו לחלק את עולם ההנפקות לארבעה סוגי מנפיקים:

- בקצה אחד אנו מסמנים את השמות החזקים והזוהרים – אותם אלה שמצליחים להנפיק במרווח הדוק יחסית, ובתשואה אבסולוטית נמוכה. נמוכה אפילו במימדים היסטוריים. על פי רוב מדובר בחברות חזקות ומבוססות שמייצרות מזומנים, כמו למשל: ברקשייר התאוו, אוניברסיטת פרינסטון, מקדונלדס, וול-מארט, פרוקטר אנד גמבל, דיסני וכד' אשר בעת הנוכחית מנפיקות במרווח של בין 200 ל-300 נ"ב מעל האג"ח הממשלתי המקביל. חברות אלו נהנות בדר"כ מביקושים שהם ערים מאוד בהנפקות, ומצמצום מתון יחסית במרווח בימים שלאחר ההנפקה (ויש כאלה שהמרווח בשוק המשני עוד מתרחב אצלן עיין ערך ברקשייר התאוו). בהתאם לכך, אנו לא מוצאים תועלת רבה מדיי באג"ח של חברות אלו, למעט לגבי משקיעים המעוניינים בהחזקה בנכס בטוח יחסית, במגזר דפנסיבי, לצורכי גיוון תיק ההשקעות.
- בקיצוניות השנייה אנו מסמנים את השמות החלשים והבעייתיים – חברות עם דירוג נמוך יחסית (BBB ומטה), שמאחוריהן סיפור בעייתי, שהינן חסרות ניסיון בהנפקות, ושהשוק מרגיש לגביהן עד כמה הן נואשות למזומנים. חברות אלה "נשחטות" בד"כ בשוק הראשוני, ובסופו של דבר מוצאות את עצמן מנפיקות (לקול תשואות החתמים) איגרות בתשואות אבסולוטיות שהן ברמת שיא היסטורית (ובתרגום למרווחים מדובר בטווח של בין 600 ל-800 נ"ב מעל האג"ח הממשלתי המקביל). חברות שכאלה הן למשל: חברת הכימיקליים (BBB) Lubrizol או חברת הציווד לקידוח בארות הנפט והגז Weatherford International (BBB+). והמעניין לגבי חברות אלו הוא, שהשוק דורש מהן תשואה שהיא עד כדי כך מוגזמת בהנפקה - עד שבשוק המשני שלאחר ההנפקה - האיגרות נהנות מרווחי הון משמעותיים. ובסופו של יום: המשקיעים מרוצים (אף פעם לא אומרים 'לא' לתשואה של כמה אחוזים תוך ימים), החתמים מרוצים (אוספים את עמלת החיתום שלהם באצילות), והמנפיקים מרוצים (הצליחו לגייס למרות 'מחנק האשראי' בשוק והבטיחו לעצמם קופת מזומנים לשעת צרה).
אנו בדעה כי איגרות של מנפיקים אלה הן הכדאיות ביותר להתמקדות בעת הנוכחית¹.

¹ כמובן לאחר ביצוע האנליזה המתאימה, שהרי המשקיע לא ירצה להיתקע עם איגרת של מנפיק חלש מדיי שבאמת יכול בסופו של דבר להתדרדר אל מתחת ל"דירוג השקעה".

- ובין שתי קבוצות המנפיקים הקיצוניות – בין הטובים מאוד לבעייתיים מאוד – חיים להם יתר המנפיקים. בקבוצה הראשונה נמצאים אלה שמנפיקים אג"ח דולרי לתקופה של 10 שנים במרווח של בין 450 ל- 550 מעל האג"ח הממשלתי המקביל - למשל חברות כמו: ענק הנחושת הצ'יליאני Codelco, חברת האנרגיה Hess וחברת האחזקות הבנקאית גולדמן זקס. ובקבוצה השנייה, אנו מסמנים מנפיקים בדרגת סיכון מעט יותר נמוכה שמגייסים אג"ח במרווח של בין 350 ל- 400 מעל האג"ח הממשלתי המקביל, למשל חברות כמו: חברת החשמל הצרפתית Electricite de France, חברת האנרגיה Devon Energy. או לחלופין, ממשלות כמו ממשלת של שווקים מתפתחים ומתעוררים כגון: ברזיל או מקסיקו. מבין שתי קבוצות אלה אנו מעדיפים את הקבוצה הראשונה – היות שבהנפקות של קבוצה זו, על פי רוב, יש יותר מקום למשקיעים להרגיש בנוח ולהרוויח מירידת המרווח בימים שלאחר ההנפקה.