

18 ספטמבר 2009

האם המשקיעים בארץ שוב מקידימים את האמריקאים?

וגם, כמה מילים על אפריקה ועל הבנקים

שוק ההון הישראלי מקרטע בשבועות האחרונים. החולשה החלה במניות היתר ובאגרות החוב הקונצרניות וגלשה בהמשך גם למדד ת"א 25. מחזורי המסחר היו נמוכים יחסית וניתן היה להבחין במצוקת נזילות גדולה, שבאה לידי ביטוי במחסור גדול של קונים בעיקר במניות היתר, הנדל"ן ובאגרות החוב הקונצרניות. שוק ההון הישראלי התנתק מן המגמה החיובית שנרשמה בעולם בתקופה האחרונה. התחושה הכללית בבורסה בת"א היא שגם בימים בהם נרשמו עליות בזמן האחרון, הן היו ללא חמצן וללא התלהבות.

בפעם האחרונה שהיינו עדים לסוג כזה של התנתקות, באופן מפתיע, דווקא ידו של השוק הישראלי הייתה על העליונה והשווקים בעולם הם שיישרו קו. האם ייתכן שהשוק בארץ מצליח לנחש נכון את הנולד? מתחילת השנה ועד ל-9 בחודש מרץ השנה, התנהג שוק המניות בארץ ביציבות יחסית בעוד מדד ה-S&P צלל בלמעלה מ-23%. מי שזוכר את הימים הקשים בחודשים פברואר-מרץ בהם ימים של ירידות חדות במיוחד במדדים בארה"ב לוו בתגובה מתונה יחסית בישראל ביום למחרת, מבין על מה אני מדבר. המשקיעים בארץ פשוט סירבו למכור מניות והשוק התנהג במתינות יחסית ובמחזורים נמוכים. בדיעבד, נדמה כאילו המשקיעים בארץ ראו את הנולד מבעוד מועד, שכן מהר מאד הגיח הראלי הגדול בהיסטוריה, אשר סחף איתו את שווקי ההון בכל העולם תוך שהוא דורס את כל הפסימיסטים ורואי השחורות בדרכו מעלה.

כעת התמונה התהפכה. השווקים בעולם עולים, אבל השוק הישראלי מסרב ליישר קו. ייתכן שהסיבות המקומיות הן שאחראיות הפעם לחולשה היחסית: הסדרי החוב באפריקה ישראל, החששות לגבי בעיות בחברות אחרות כגון דלק נדל"ן, החברות שבבעלות פישמן וחברות קטנות יותר – כל אלו ללא ספק מכבידים על שוק האג"ח והמניות כאחד. יחד עם זאת, ייתכן כי החולשה בשוק נובעת גם מסיבות נוספות ובהן: קצב העליות המהיר שנרשם בחודשים האחרונים במיוחד בבורסה בארץ, הפנמת העובדה כי קיימות עדיין סכנות ליציבות הכלכלית בעולם ובמיוחד בארה"ב וציפיות של השוק בארץ למיצוי הראלי הגדול או לפחות תיקון או התייצבות בשווקים בטווח הקצר.

אז מה הלאה ?

הטווח הקצר נראה לא ברור, אם כי יש יותר סימנים חיוביים משליליים. התנהגות השוק מחשידה ולכן חשוב לשמור על רמת נזילות יחסית גבוהה, שמשמעותה השקעה בניירות הניתנים למכירה במהירות

(ניירות בעלי רמת סחירות גבוהה) או לחילופין המתנה על הגדר. יחד עם זאת, חשוב לציין שדווקא המחזורים הנמוכים והעובדה שהמגמה החיובית בעולם נמשכת, מגדילים את הסברה שהירידות בשוק הישראלי הן תיקון טכני.

הטווח הארוך יותר ממשיך להיראות חיובי. לפני מספר ימים אמר יו"ר הבנק הפדרלי בן ברננקי, כי המיתון ככל הנראה הסתיים, אך ציין כי ההתאוששות תהיה איטית והדרגתית. בסה"כ הנתונים הכלכליים ממשיכים להצביע על שיפור ולכן, **נראה סביר יותר כי הפעם התנהגות השוק בארץ אינה מעידה על תחזית פסימית לשווקים בעולם אלא נובעת יותר מן הבעיות בביצה המקומית אותן ציינתי קודם.**

האם אגרות החוב של אפריקה אטרקטיביות? ואם כן, איזו סדרה עדיפה?

סך ההתחייבויות של אפריקה עולה כעת על שווי נכסיה, אולם ברור לכל כי לאפריקה יש כושר פירעון חלקי. השאלה הנשאלת היא כמובן כמה? מרבית ההערכות מדברות על כושר פירעון של כ- 60% עד 70% ואולי יותר (בהנחת מימוש הנכסים). בכל זאת, מרבית הסדרות נסחרות הרבה מתחת לכך. מדוע? אני רואה לכך מספר סיבות: 1. קיימת אי וודאות גדולה לגבי אורך ההליך ולגבי תוצאותיו. במצבים של אי וודאות ופחד, השוק נוטה לקחת מקדם גדול של ביטחון. 2. מי שמנחה את הציבור (למשל יועצים בבנקים) או מנהל לו את הכסף (מנהלי תיקים) מעדיף שלא לקחת אחריות ולמכור את הניירות מן התיקים גם אם הפוטנציאל גדול. 3. חשש מהפסקת המסחר בניירות אפריקה לפרק זמן ארוך כתוצאה מהליך משפטי (זה לא כל כך נעים להחזיק ניירות בהפסקת מסחר). 4. חשש מהסתבכות ארוכה במיוחד שתגרור פירוק החברה בהליכים בזבזניים שיותירו את בעלי אגרות החוב עם הרבה פחות מערך הנכסים נטו (בניכוי התחייבויות).

התרחיש אליו צריכים לשאוף בעלי האג"ח לדעתי, הינו מצב בו בעל השליטה יזרים סכום מוגבל של כסף לחברה ובתמורה לכך ימשיך להיות בעל מניות מרכזי ולנהל את עסקיה, כאשר חלק מחוב בעלי האג"ח יומר גם הוא למניות תוך הארכת תקופת האג"ח. הסדר כזה יניב לבעלי האג"ח את המקסימום שניתן. פירוק החברה לעומת זאת, הינו הפתרון הגרוע ביותר הן עבור בעלי האג"ח והן עבור בעלי המניות. נקווה שההיגיון יגבר בסופו של דבר על האמוציות.

מבין סדרות האג"ח של אפריקה, אני מעדיף את סדרה כא', הנסחרת במחיר של קצת למעלה מ- 40 אגורות. סדרה זו היא הגדולה ביותר, דבר שמשפר במידה מסוימת את הסיכוי לייצוג הולם של אינטרס של קהל משקיעים רחב. המחיר הנמוך יחסית מספק כרית ביטחון גם למצב שאפריקה תחזיר בפועל פחות כסף ממה שכרגע צופים האנליסטים.

הבנקים שוב נראים זולים – מניות הבנקים, אשר ספגו גם הן ריקושטים בימים האחרונים נסחרות במכפילי הון נמוכים: פועלים במכפיל הון 0.7%, לאומי – 0.75%, דיסקונט 0.53%. אלו הם מכפילי הון המייצגים בדרך כלל תקופות מיתון. בחודשים האחרונים ביצעו הבנקים מהלך נאה, אך מכפילי ההון כמעט ולא השתנו - זאת לאור הגידול בהון העצמי שרשמו הבנקים ברבעון האחרון. בחודשים האחרונים, הגדילו הבנקים את יחס הלימות ההון שלהם והציגו רווחים נאים. חיזוק מבנה ההון של הבנקים הינו דבר חיובי והוא יגדיל את עמידותם בפני משברים בעתיד. להערכתנו, סקטור הבנקים צפוי להמשיך ולהוביל את המגמה החיובית בבורסה הישראלית.

לסיכום

הטווח הקצר תמיד קשה יותר לניבוי ויש לקחת בחשבון שייתכן שהריצה של השווקים כלפי מעלה בחודשים האחרונים הייתה מהירה מידי ומגלמת בתוכה חלק גדול מן החדשות החיוביות. עם זאת, בהסתכלות ארוכה יותר, אני מעריך, שהכיוון ימשיך להיות חיובי והחולשה בבורסה בת"א הינה בגדר תיקון טכני (מעט ארוך מהמוצע). להערכתנו, באגרות החוב סדרה כא' של אפריקה ישראל קיים אפסייד, אך הוא מתאים רק למשקיעים סבלניים במיוחד. מניות הבנקים נראות אטרקטיביות במחירים הנוכחיים.

גילוי נאות

חברת קבין בית השקעות בע"מ מנהלת תיקי השקעות ללקוחות. ניירות ערך של חברות המוזכרות בדו"ח זה לרבות אפריקה אג"ח כא', מניות בנקים ותעודות סל על הבנקים מוחזקים בחלק מן התיקים הנ"ל (נכון למועד כתיבת הסיקרה 16/9/2009) וקבין בית השקעות בע"מ עשויה לרכוש ו/או למכור את ניירות הערך האמורים ללא כל הודעה. הכותב הינו מנכ"ל ובעלים בחברת קבין בית השקעות בע"מ. אין לראות באמור לעיל משום ייעוץ השקעות או המלצה לקנות או למכור את ניירות הערך המוזכרים במסמך זה ו/או ניירות ערך אחרים או מטבעות. העושה זאת פועל על סמך שיקול דעתו בלבד. האמור לעיל מוגש כאינפורמציה בלבד. מסמך זה מתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ועל הערכות ואומדנים שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. מסמך זה אינו מהווה יעוץ