

אג"ח במצוקה לקראת יום ה-EX: הזדמנות או מלכודת

מאת יאיר אביגור¹ ואלמוג עזר²

"overshooting", בשוק ההון מוכר כמושג המתייחס לתגובת יתר של משקיעים בשוק, בעקבות מידע על אירוע בעל תוכן כלכלי, שגורם לתמחור שגוי לנכס, שאינו תואם לשווי הכלכלי שלו. משקיעים שזיהו "overshooting" יכולים לנצל את התמחור הזמני, לטובתם, מתוך הנחה כי המחיר של הנכס צפוי לשוב אל שווי הכלכלי האמתי. מחקר שבוצע בחברת דיבידנד מלמד כי מצב של "overshooting" הפך לדייר קבע בשוק האג"ח high yield של חברות בתסבוכת פיננסית (distress) ומוטב להבין את הנסיבות בטרם נחליט כי המדובר בהזדמנות או מלכודת פתאים.

בשנים האחרונות חלק מהחברות שהנפיקו אג"ח, בעיקר חברות נדל"ן ואחזקות, נקלעו לבעיות פיננסיות לנוכח המודל העסקי שלהן. המודל, מושתת על היכולת של החברה למחזר לפחות חלק מהחוב לאורך זמן, בעוד שהתזרים השוטף של החברה מספק את עלויות המימון ואת שורת הרווח. שבירותו של המודל, מתגלה כאשר חל שינוי לרעה בסביבה העסקית של החברה או בעסקי החברה ממש. במקרה כזה, שוק המשקיעים מביע חוסר אמון ביכולת השבת החוב במבנה המקורי שלו, כשהסימן העיקרי לכך הוא עלייה דרמטית בתשואות של אג"ח החברה. הקשיים שהשוק חוזה לחברה, לרוב מסתמכים על מצוקה במצב תזרימי המזומנים של החברה או מצוקה שנובעת משערוך כלפי מטה של נכסיה. קשיים אלו יכולים להוביל להפרות של ההתניות הפיננסיות הצמודות להתחייבויות, מול כלל הנושים שלה. למרות הנאמר, כל עוד החברה אינה תחת הערת עסק חי, היא ממשיכה לשלם את חובותיה על בסיס המזומנים בקופה, מימושי נכסים (אם ניתן), לכן לא כל מצוקה מזומנים רגעית, מסתיימת בהסדרי חוב.

פועל יוצא של סביבה חסרת וודאות זו, הוא רצונם של המשקיעים "לממש" השקעה במינימום הפסדים. רצון זה הופך מוחשי יותר, סמוך ליום ה-EX -טרם פקיעת הזכות לפדיון חלקי של קרן אג"ח. כלומר חלק ניכר מהמשקיעים ממתינים לתשלום הקרוב של הפדיון החלקי באג"ח ולאחר מכן מבקשים לבצע מימוש של שאר האג"ח שברשותם. תהליך זה גם מגולם במחירי האג"ח של החברה, כאשר התשלום הקרוב מגולם במלואו במחיר האג"ח ולאחר התשלום, בשל לחץ המכירה של המשקיעים, מחיר האג"ח יורד בצורה משמעותית. בהתנהגות רפטטיבית זו, המשקיעים יוצרים מצב כמעט קבוע של "overshooting" ביוקר מחיר האג"ח לפני יום ה-EX ובירידת מחירו בתקופה לאחר יום ה-EX.

במחקר שערכנו בחודשיים האחרונים לבחינת התנאים החדשים בשוק האג"ח הישראלי, התברר כי יש להשערת ה "overshooting" אחיזה במציאות. במסגרת המחקר נדגמו 6 חברות הנמצאות בהווה במצב תסבוכת. המחקר כלל בעיקר חברות אחזקה וחברות נדל"ן: אידיבי, נאנט, אלביט הדמיה, פטרוכימיים, קרדן אן. וי. ופלאזה סנטרס. בבדיקת מחירי האג"ח של החברות, התברר הבדל ממוצע של כ- 12% במחיר האג"ח טרם הזכות לפדיון החלקי של האג"ח והמחיר שלאחריו (ראה טבלה). ההבדלים במחירים הוסברו בנטיית המשקיעים להחזיק באג"ח, עד למועד הפדיון החלקי שלה ובהילות למימושה בהמשך. כמו כן הבדיקה העלתה כי מיום האקס חל "לחץ" מוכרים. ה"לחץ" בא לידי ביטוי בעלייה במחזורי המסחר בתקופה שלפני ואחרי יום ה-EX ביחס לממוצע השנתי. במילים אחרות ניתן סימוכין

¹ סמנכ"ל חברת דיבידנד השקעות

² מנהל אתר 127 האתר הכלכלי לצעירים

לקיומו של "overshooting" הן בקרב תמחור היתר טרם התשלום ו "overshooting" בתמחור החסר שלאחריו.

לסיכום, כאשר חברה נקלעת לתסבוכת פיננסית ומשלמת חלק מקרן האג"ח שלה במועד למשקיעים, התשלום הופך קטליזטור לסיום ההתקשרות הפיננסית של המשקיע עם החברה. אם הנך משקיע אשר מבקש לנהוג כך ולחסל אחזקה של אג"ח החברה לקראת התשלום, לא מומלץ להמתין ליום תשלום הקרן, כאשר ניסיון של מכירת הקרן לאחר התשלום צפוי להסתיים בהפסדים. לכן, יש לשקול מכירה בטרם יום הפדיון החלקי או באחזקת האג"ח לטווח ארוך יותר והמתנה לסיום מהלך ה"overshooting".

הפסד לאחר חודש	שווי יתרת האחזקה לאחר חודש	שער סגירה לאחר חודש	אחוז פדיון	תקבולים לנייר לפי 10,000 ע.ג.	שווי ל 10,000 ע.ג. ביום com	שער סגירה com	נייר
-16.41%	3,785	56.75	33.33%	4,448	9,850	98.5	אידיבי ג'
-11.99%	2,538	33.84	25.00%	3,239	6,564	65.64	נאנט ב'
-22.82%	3,119	36.39	14.29%	1,967	6,590	65.9	אלביט ג'
-10.14%	4,203	56.04	25.00%	2,655	7,632	76.32	פטרוכימיים ה'
-3.81%	7,214	96.19	25.00%	3,368	10,000	100	קרדן א.נ.וי אג"ח א'
-7.00%	7,132	85.58	16.66%	2,238	9,202	92.02	פלאזה סנטרס א'