

פורום שווי הוגן - אוניברסיטת רייכמן

ילין לפידות בית השקעות

יאיר לפידות – מנכ"ל משותף

יריב מדר – אסטרטג השקעות

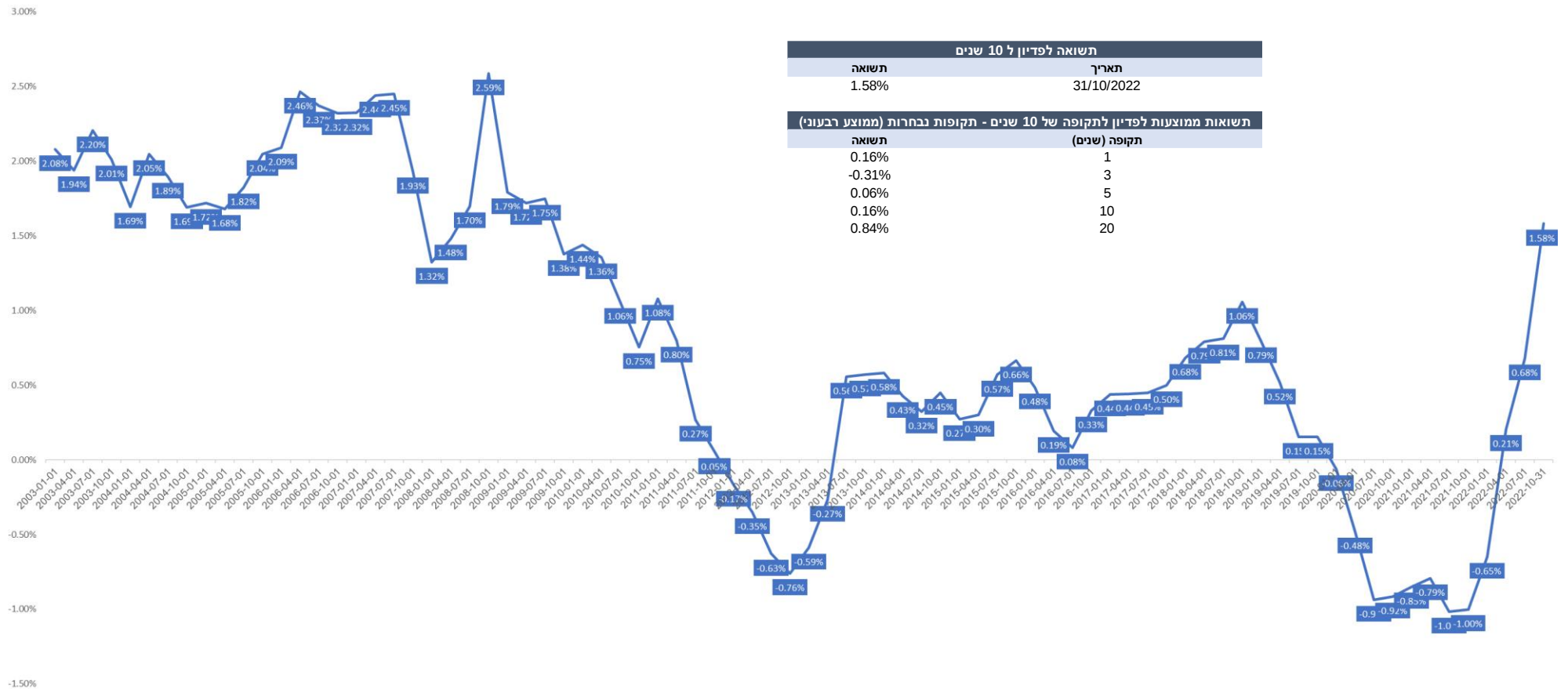
נובמבר 2022

תשואת אגרות חוב ממשלתיות בארה"ב

TIPS, Treasury and Implied Inflation

אגרות חוב צמודות – ממשלת ארה"ב - TIPS – Treasury Inflation Protected Securities (2003-2022)

- שימוש בתשואה לפדיון הגלומה באגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד המחירים לצרכן (TIPS), לתקופה של 10 שנים, באומדן לשיעור התשואה של נכס חסר סיכון.
- השימוש בתשואה לפדיון הגלומה באגרות חוב ממשלתיות נומינאליות, באומדן לשיעור התשואה שנושא נכס חסר סיכון, התאפשר במהלך 15 השנים האחרונות נוכח סביבת האינפלציה הנמוכה (ולעיתים אפסית) ונעשה מטעמי נוחות וקירוב.
- ריבית ריאלית שלילית – אינה מהווה "שיווי משקל" כלכלי סביר. תולדה של משברים כלכליים ופיננסיים, האחרון שבהם, פרוץ מגפת הקורונה.



*תקבולי הריבית במקרה של דפלציה יהיו נמוכים מהריבית הנקובה המקורית (תמונת ראי להתאמה לאינפלציה). חשוב לציין כי ישנה "הגנה" שכן, בכל מקרה, ערך הקרן משולם בפדיון לא יפחת מהפארי השקעה באגרות חוב אלו תחייב את המשקיע במס בגין הכנסות "פאנטום", שכן התאמת ה Face Value לשינויי האינפלציה חייבת בתשלום מס באופן שוטף, על אף שהמשקיע לא "פוגש" כסף בפועל בגינה (אלא רק במועד הפדיון הסופי)

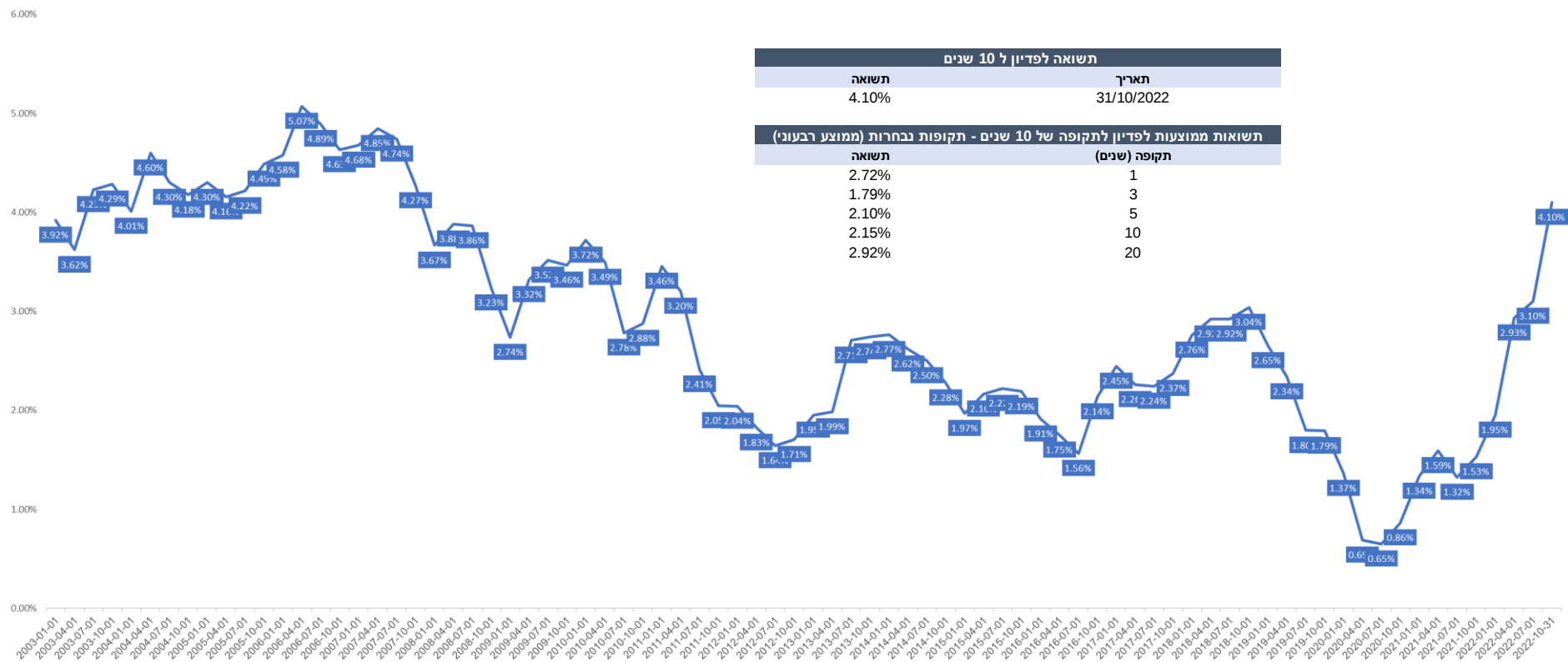
**השקעה באגרות חוב אלו תחייב את המשקיע במס בגין הכנסות "פאנטום", שכן התאמת ה Face Value לשינויי האינפלציה חייבת בתשלום מס באופן שוטף, על אף שהמשקיע לא "פוגש" כסף בפועל בגינה (אלא רק במועד הפדיון הסופי)

Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis, Inflation-Indexed, Percent, Quarterly, Not Seasonally Adjusted (2003-2022)

מקור: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org>)

אגרות חוב נומינאליות – ממשלת ארה"ב - (2003-2022) Treasury Securities

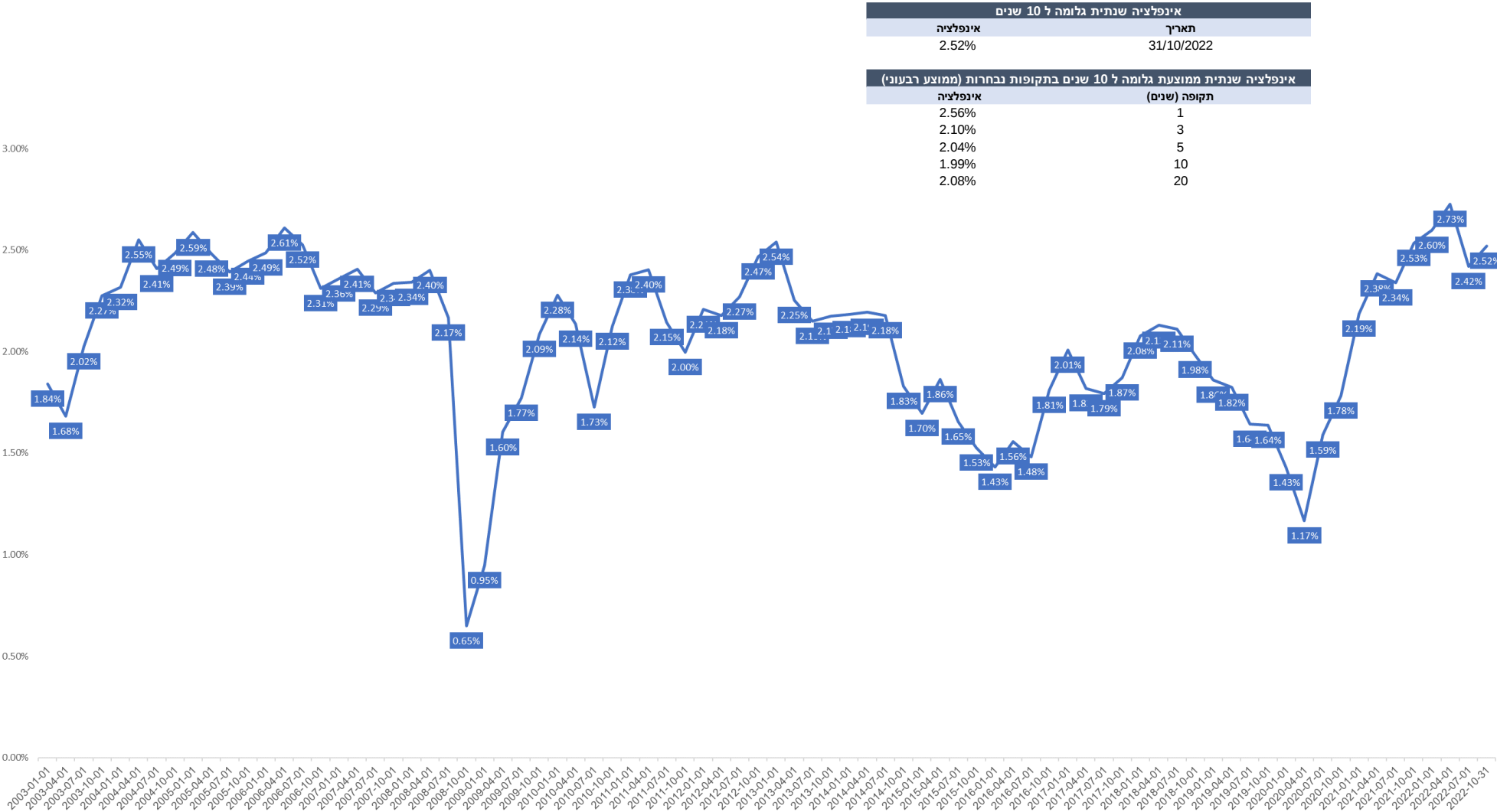
- הפקת לקחים אפקטיבית של הבנקים המרכזיים ממשבר 2008 סייעה במיתון ההיסטוריה וההידרדרות עם פרוץ משבר הקורונה, נוכח ההבנה כי במשבר חמור נדרשת תמיכה אגרסיבית במערכת הכלכלית – פיננסית.
- רכישות אג"ח ממשלתיות, קונצרניות ואף מניות בזמנים קיצוניים – פעולות שעל בנקים מרכזיים לנקוט בכדי ליצור את מנגנון ה"אנטי מחזוריות" ולהחליש את אפקט ההיסטוריה בשווקים.
- יציבותם הבלתי מעורערת של הבנקים המסחריים - אחת האשליות הגדולות ביותר של הציבור.
- "החזרה לנורמליות" - היציאה ממשבר הקורונה אפשרה לבנקים המרכזיים להתחיל בתהליך של חזרה לסביבת ריביות נומינאליות ויעדי אינפלציה (3%-1%) "נורמליים".
- הידרדרות משמעותית במצב הכלכלה – "טריגר" פוטנציאלי לירידה מחודשת בשיעורי הריבית.
- השינויים בשיעורי הריבית הנומינאלית לטווח הקצר גבוהים מהשינויים בשיעורי הריבית הריאלית לטווח הארוך.



Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis, Percent, Quarterly, Not Seasonally Adjusted (2003 - 2022)

מקור: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org>)

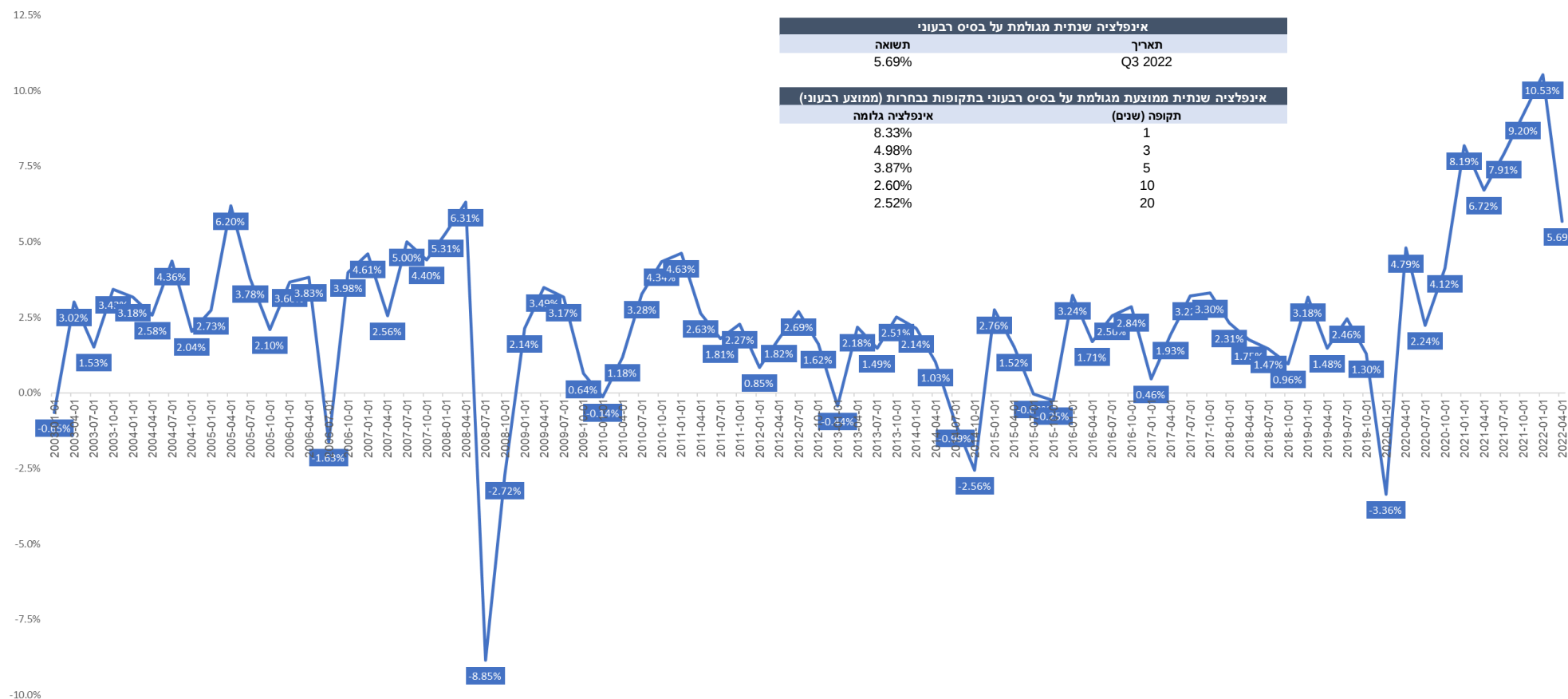
אומדן לציפיות האינפלציה השנתית הממוצעת לתקופה של 10 שנים – כפי שגלומות בהפרש בין תשואות ה - TIPS או Treasury ארה"ב (2003-2022)



חישוב עצמאי על בסיס נתוני תשואות אגרות החוב מאתר ה Federal Reserve, כפי שהוצגו לעיל

אינפלציה – שיעור אינפלציה שנתי מגולם על בסיס רבעוני - מדד המחירים לצרכן בארה"ב - CPI (2003-2022)

- 2021 - האינפלציה בארה"ב מרימה את ראשה. 2022 – הגעה לשיעור שינוי שנתי של כ- 10.5% במדד ה- CPI.
- מעבר לבניית תחזית תזרים מזומנים ריאלית (חלף נומינאלית), המבוססת על סט הנחות ריאלי – כלי מומלץ בתקופות בהן ציפיות האינפלציה חורגות מהיעדים המקובלים (3%-1%). בהתאם, יש להשתמש בשיעור היוון ריאלי.
- * שוק הנדל"ן המניב בישראל כדוגמא.



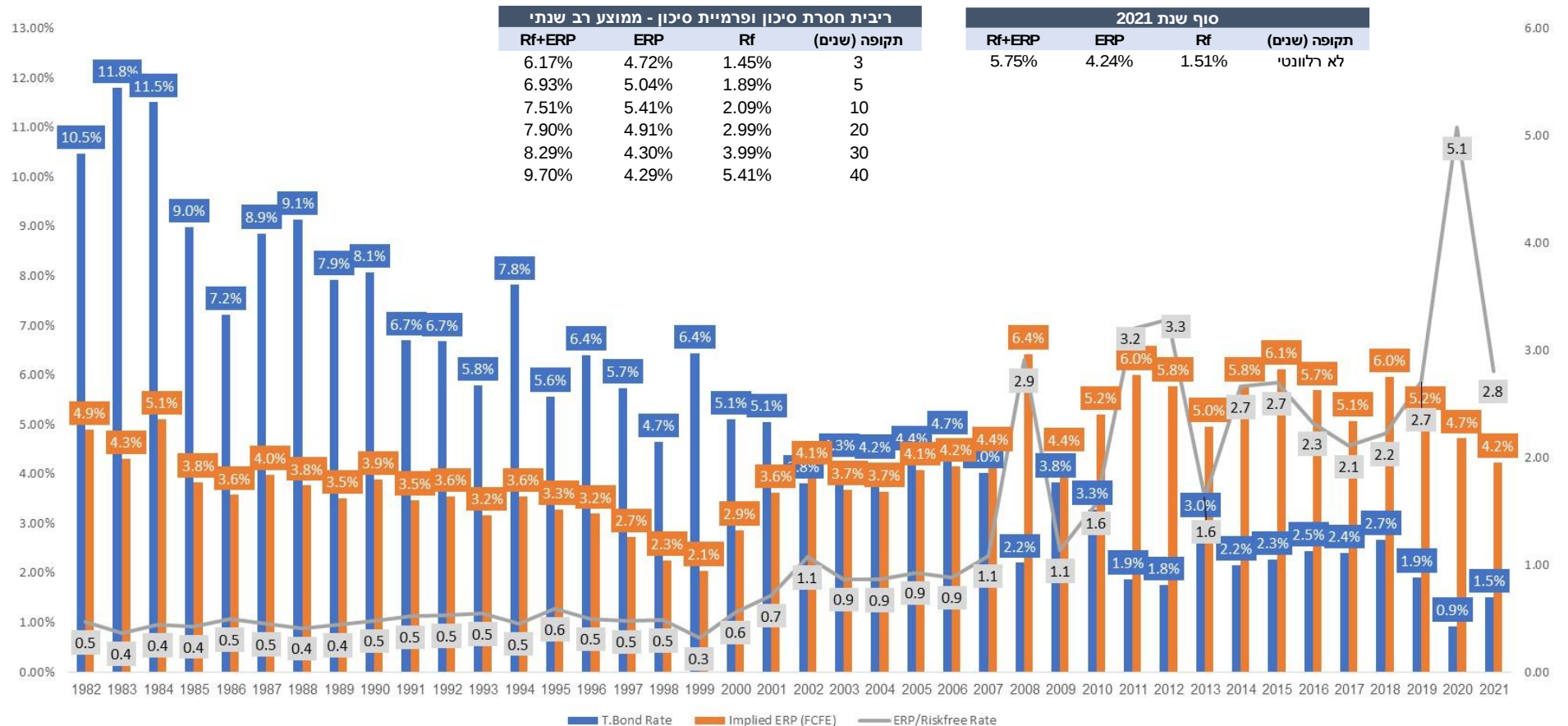
Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average, Index 1982-1984=100, Quarterly, Seasonally Adjusted
 מקור: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org>)

התשואה הנדרשת על מניות בארה"ב

הבחנה בין רכיב חסר סיכון לפרמיית סיכון

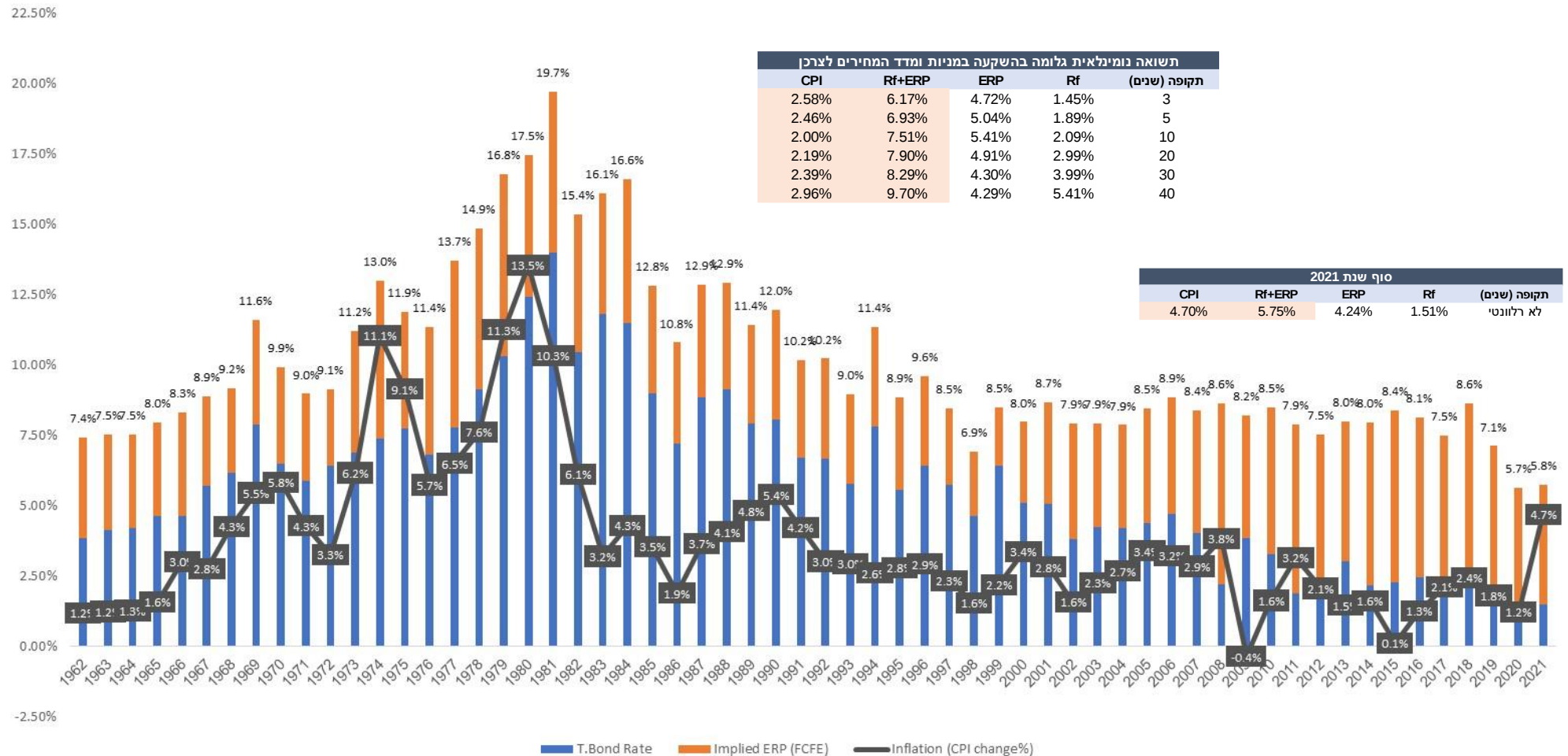
פרמיית הסיכון הגלומה במחירי המניות (Implied Equity Risk Premium) – ארה"ב (1982-2021)

- "פרמיית הסיכון" הנדרשת על ידי משקיעים במניות משתנה פחות, בהשוואה לשינויים בשיעור התשואה לפדיון של אגרות החוב הממשלתיות, במיוחד בתקופות אינפלציוניות.
- החל משנת 2007 היחס בין פרמיית הסיכון לשיעור התשואה הגלום באגרות חוב נומינליות של ממשלת ארה"ב גבוה מ-1. תופעה זו התרחשה לאחרונה רק בשנות ה-60 של המאה הקודמת. ניתן להסיק מכך עד כמה סביבת הריבית האפסית שהונהגה מאז משבר הסאב-פריים איננה טבעית וככל הנראה נחזור אליה רק בזמן משבר חמור נוסף, אם בכלל.



התשואה הנומינאלית הגלומה בהשקעה במניות ומדד המחירים לצרכן (CPI) – ארה"ב (1962-2021)

- התשואה הנומינאלית הגלומה בהשקעה במניות בשוק האמריקאי נמצאת במגמת ירידה מתמשכת בשנים האחרונות.
- התפרצות מגפת הקורונה (2020) הביאה לירידה משמעותית בתשואות הנדרשות על השקעה במניות לשיעור של כ-5.7%, מגמה שלווה בעלייה ניכרת במחיריהן.
- שיעור התשואה הנומינלי הנדרש על השקעה במניות מתואם, באופן יחסי, לשינויים האינפלציוניים. במילים אחרות, שיעור התשואה הריאלי הנדרש על השקעה במניות, על פני זמן, הינו יציב יחסית.

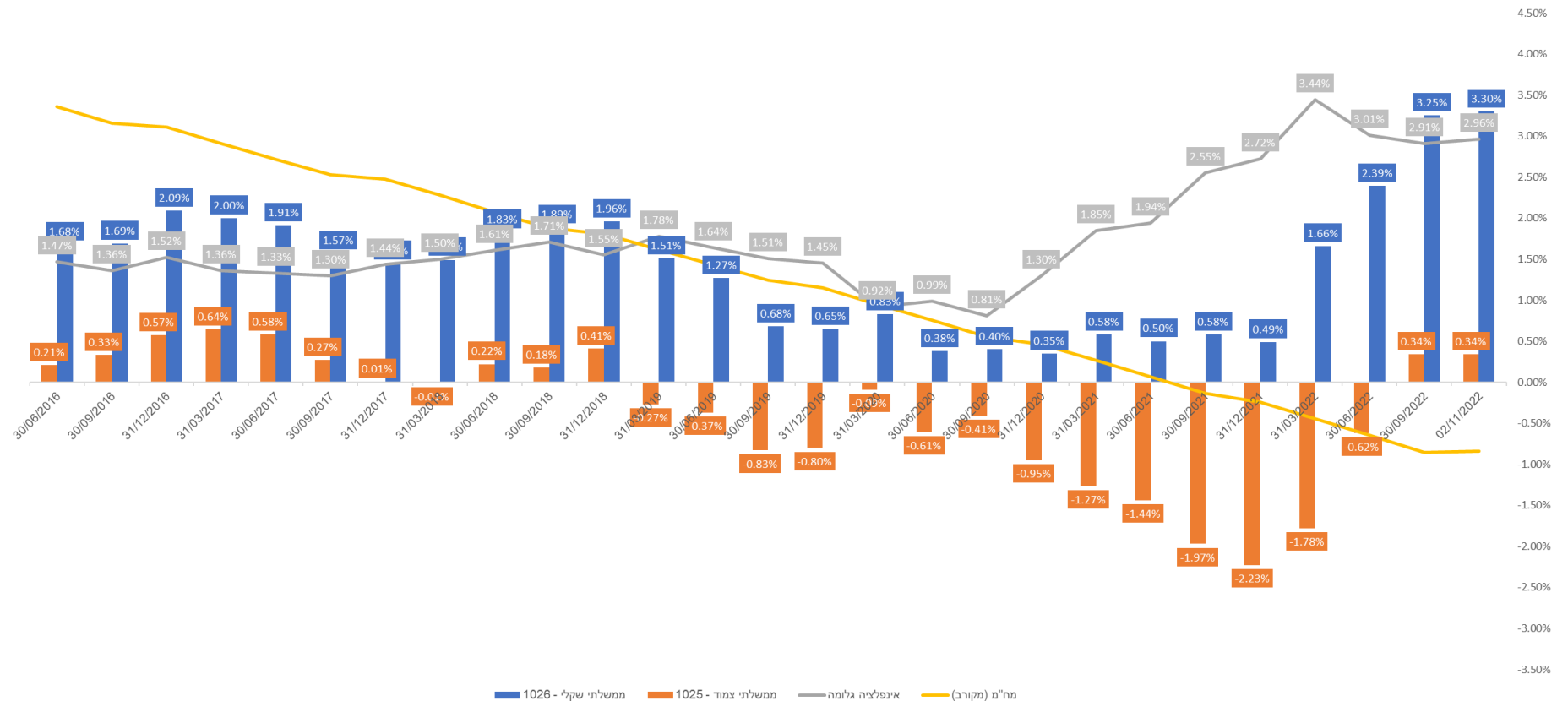


תשואות אגרות חוב ממשלתיות בישראל

שקלי, צמוד וציפיות אינפלציה גלומות

אג"ח ממשלתיות בישראל - ריבית חסרת סיכון ריאלית, נומינאלית וציפיות האינפלציה השנתית הגלומות (2016-2022)

- "זכרון קצר"? הדור הצעיר לא מכיר את האינפלציה הגבוהה והשלכותיה – דוגמת דיווחים חשבונאיים ותשלומי מיסים מתואמים לאינפלציה.
- הנפקת מכשירי חוב צמודי מדד - כלי להתמודדות עם הרמת ראשה של האינפלציה.
- ישראל Vs. העולם המערבי – ישראל נהנית, השנה במיוחד, מאינפלציה מתונה יחסית בהשוואה למדינות אירופה ולארצות הברית, בעיקר בזכות מאפייני שוק האנרגיה והגז הטבעי.
- הבחנה בין נומינאלי לריאלי - ביצוע התאמות באופן חישוב התשואות והרווחים החשבונאיים.
- (בנקים – מרווח אשראי כרווח ריאלי, למול הפרשי הצמדה וריבית משתנה עולה, כרווח נומינאלי)
- הבחנה בין טווח קצר לארוך - רכישת אגרות חוב משפיעה בעיקר על שיעורי הריבית לטווחים ארוכים, בעוד שריבית בנק ישראל משפיעה על ריביות קצרות הטווח.
- בעת משבר – יש צורך לפעול בשתי החזיתות.

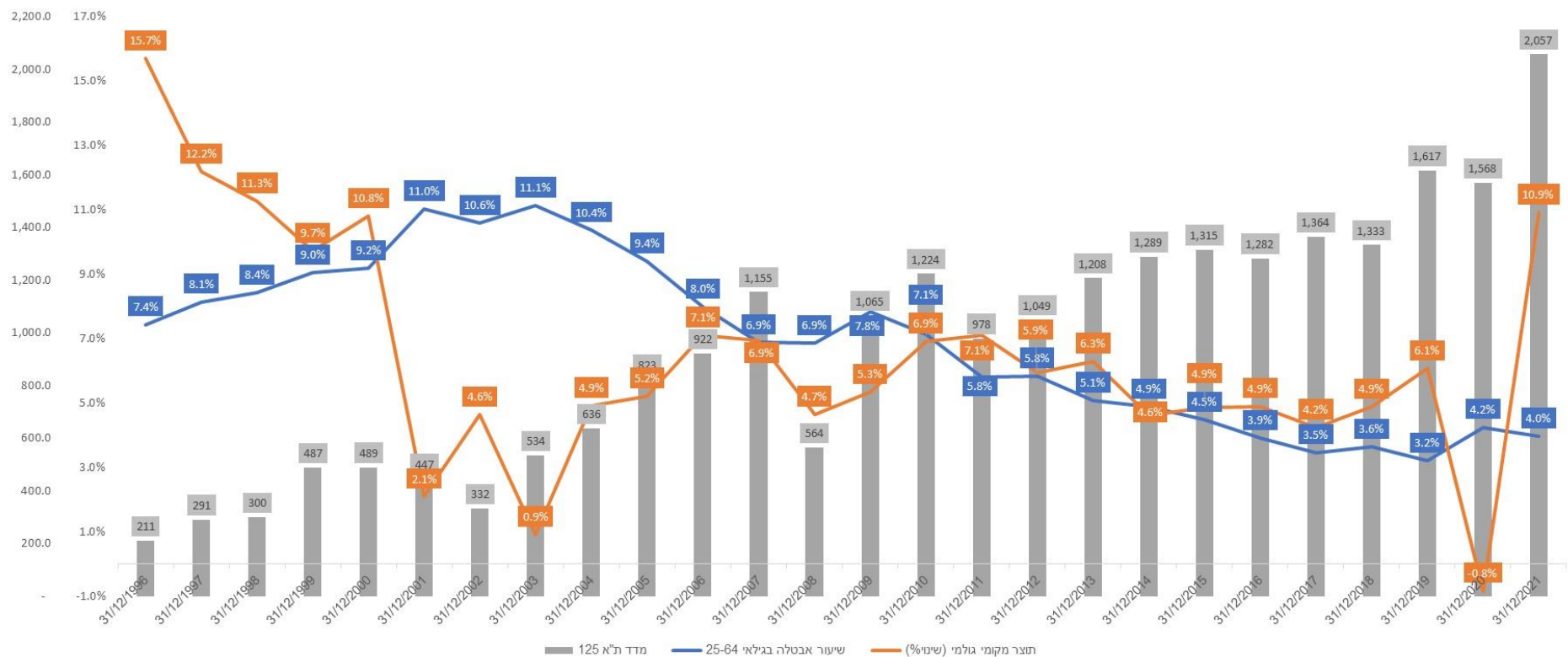


מקור: תשואות אגרות החוב למועדים נבחרים - מערכת ה-Terminal, אינפלציה שנתית צפויה גלומה- חישוב עצמאי על בסיס נתוני תשואות אגרות החוב ממערכת ה-Terminal
 *קיימים פערים קלים במשך החיים הממוצע (מח"מ) של אגרות החוב. המח"מ המקורב המוצג בגרף הינו המח"מ הממוצע של אגרות החוב בכל תאריך חתך
 **האינפלציה המוצגת הינה האינפלציה השנתית הגלומה הצפויה מתשואות אגרות החוב לתקופה של יתרת משך החיים הממוצע של אגרות החוב

המצב המקור – כלכלי בישראל
אבטלה, תמ"ג ושוק ההון

אבטלה, תוצר מקומי גולמי וביצועי מדד ת"א 125 (1996-2021)

- מלחמת רוסיה – אוקראינה ובעיית שרשת האספקה – "משקלות" על כלכלת העולם.
- מ "Unicorn ל Decacorn ובחזרה" – סוף תקופת התמחרים הספקולטיביים בהנפקות גיוסי האקוויטי בשוק ההון, בדגש על תחום ההייטק.
- קריסה בשווי השוק של חברות (לרוב – טכנולוגיה צעירות) שנהנו מתמיכתם של משקיעי Retail צעירים, בעיקר בדרך של שימוש גובר בפלטפורמות אינטראקטיביות והנפקות SPAC.
- מעבר מהון לחוב – הירידה החדה בשווי המניות, בשילוב עם חששות מהמשך מגמת עליית הריבית, הובילו חברות להקדים, ככל שניתן, גיוסי מימון באמצעות מכשירי חוב.
- "גזל הזכויות הפנסיוניות" – החזקות משמעותיות של קופות פנסיה וגמל בנכסים לא סחירים, בדגש על סטארט-אפים ונדל"ן, שלא משוערכות מטה בזמני משבר – בניגוד לשוק הסחיר בו חלו ירידות של 70%-90% במניות הטכנולוגיה – מאפשרות, בהיעדר מענה רגולטורי נאות, "גניבה" דה – פקטו של זכויות פנסיוניות בין עמיתים בעת מעבר כספים בין קופות.
- שוק התעסוקה – האיום האמיתי על תשואות המדדים המובילים? ייתכן והעלאות הריבית לבדן לא תשפיענה בצורה דרמטית על תשואות המדדים. ככל שתחול הרעה משמעותית במצב האבטלה במשק (אשר נמצא ברמות שפל בעשור האחרון) ובארה"ב, סביר שהדבר יתורגם להאטה בצמיחה הכלכלית.
- גל פיטורים מתרחב בתעשיית ההיי-טק עלול להוות גורם סיכון בטווח הזמן הבינוני-קרוב.

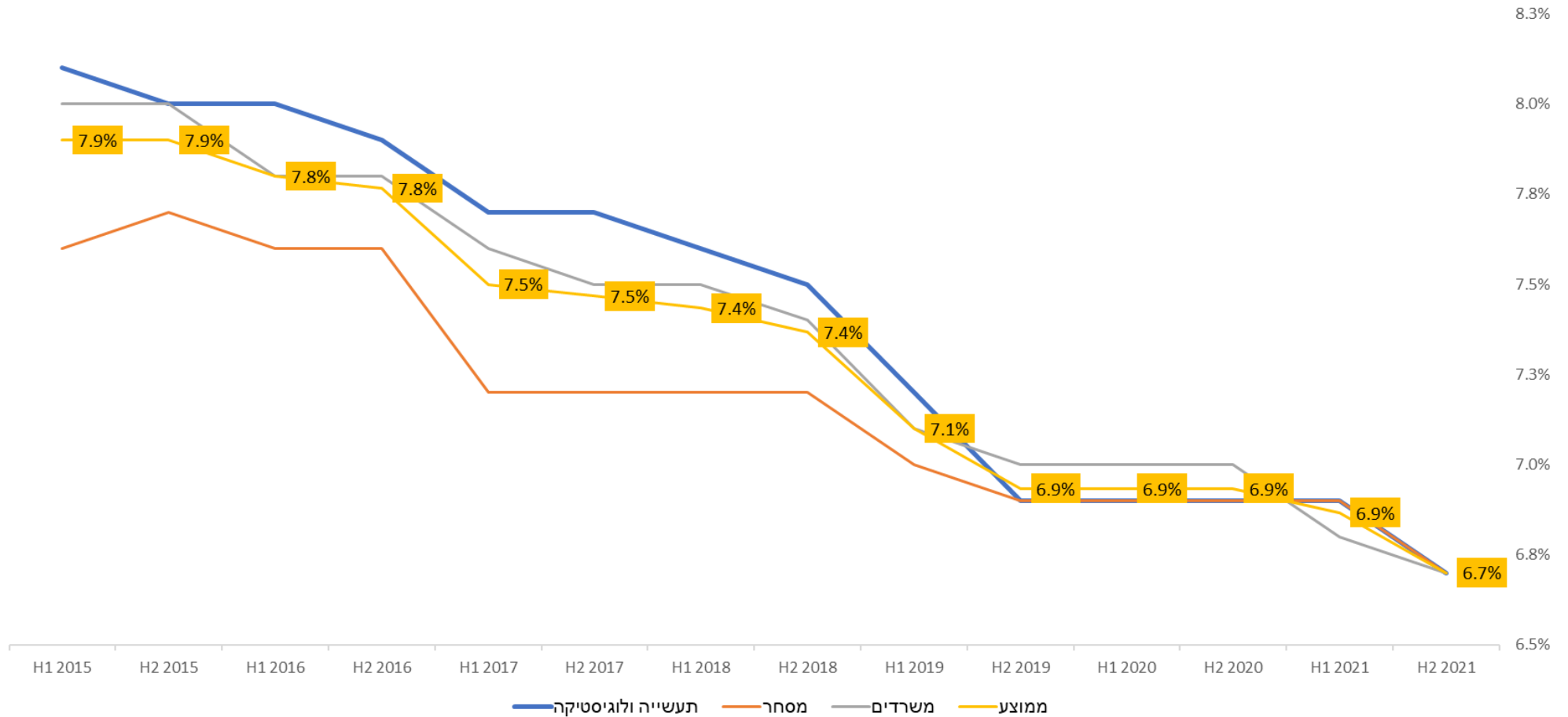


נדל"ן מניב בישראל

שיעורי היוון (הבחנה בין שמאות לגלום), עלות החוב,
עסקאות נבחרות

"שיעור ההיוון של השמאים" - שיעורי התשואה להיוון במגזר הנדל"ן המניב – בהתבסס על סקירת השמאי הממשלתי הראשי (2015-2021)

- שיעורי ההיוון (CAP rates) הממוצעים הגלומים בשווי נכסי הנדל"ן המניב נמצאים במגמת ירידה מתמשכת אך מתונה (כ – 1.2% משיא לשפל) החל משנת 2015.
- התנודות בשיעורי ההיוון הגלומים במחירי המניות של החברות הציבוריות (ראה בשקף הבא) גבוהות משמעותית מהתנודות בשיעורי ההיוון של השמאים.



מקור: סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים – מחצית שנייה של שנת 2021, השמאי הממשלתי הראשי (אגף שומת מקרקעין במשרד המשפטים)

שיעורי התשואה הגלומים בשווי השוק של חברות נדל"ן מניב בישראל - (2015-2022) Implied Cap Rates

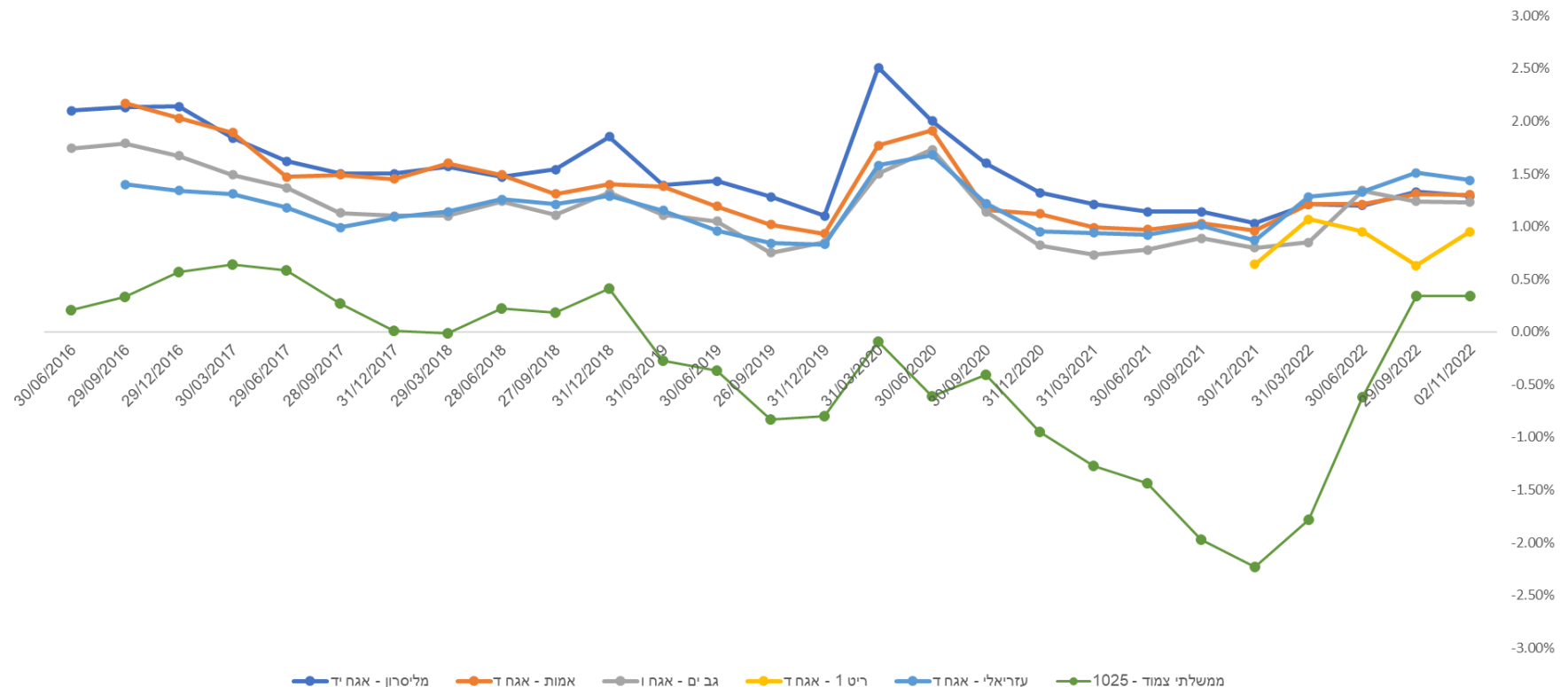
- בסוף 2021 הגיעו שיעורי התשואה הריאליים הגלומים בשווי השוק (Implied Cap Rates) של חברות נדל"ן מניב ציבוריות מובילות לנקודת שפל, בעיקר בשל הריבית הריאלית השלילית ששררה במשק הישראלי.
 - בתחילת 2022 החל תיקון שהתבטא בעלייה בתשואות הריאליות הגלומות בשווי השוק של החברות, שהגיעו לטווח של 5%-6.5%.
 - שיעורי התשואה של החברות הישראליות גבוהים בהשוואה לחברות נדל"ן מניב הנסחרות בארה"ב (קרנות REIT) או גרמניה.
 - לצד שיעור התשואה, שווי השוק של חברות הנדל"ן המניב מושפע גם מציפיות בקשר עם התפתחות שכר הדירה הריאלי בנכסים ושינויים בשווי זכויות הבנייה הנוספות.
 - שוק המשרדים – נהנה ממומנטום חיובי מאוד בשנתיים האחרונות, בישראל בכלל ובתל אביב בפרט, בהובלת מגזר ההייטק.
 - במקביל, גם המרכזים המסחריים נהנו ביציאה מהקורונה מתקופה טובה למדי, שהתבטאה בעלייה בשכר הדירה הריאלי.
 - נדל"ן יזמי - יש לבצע התאמות בגין שינויים אינפלציוניים, שכן מלבד יתרת חוב הקונים הצמודה חלקית למדד, יתרת הסכומים הינם נומינאליים.
- בנקים – עליית המרווח שבין הריבית המשולמת על "המקורות" (פיקדונות הציבור ואג"ח שהונפקו) לבין הריבית המתקבלת בגין ה"שימושים" (אשראי לציבור והשקעה באג"ח בשוק ההון), מהווה אירוע חיובי, שהינו במהותו - שיפור ריאלי ברווחיות. מנגד, גידול ברווחי הנוסטרו של הבנק, הינו ברובו, אינפלציוני.



*זכויות בנייה נוספות, קרקעות ונכסים בהקמה נלקחו בחשבון בהתבסס על ערכם בספרים, דבר שלא בהכרח משקף את השווי הכלכלי שלהם
מקור: דוחות כספיים של החברות למועדים נבחרים, מערכת ה Bloomberg

המרווח (Spread) מאג"ח ממשלתי צמוד – חברות נדל"ן מניב מובילות (2016-2022)

- שימוש באינדיקטורים ריאליים – למרות האינפלציה הנמוכה במהלך שני העשורים האחרונים, ענף הנדל"ן המניב שמר על פרקטיקה במסגרתה שכר הדירה מוצמד למדד המחירים לצרכן מדי חודש. במקביל, מרבית החוב שנוטלות הפירמות כדי לממן את פעילותן צמוד גם הוא למדד. כנגזרת, חישוב מדדי ביצוע נבחרים, דוגמת ה-FFO, נעשה במונחים ריאליים.
- המרווח (Spread) בין שיעורי התשואה הגלומים באגרות החוב הקונצרניות של החברות המובילות בענף הנדל"ן המניב לאלו הגלומים באגרות חוב ממשלתיות צמודות, נע בטווח של 1%-2% בשנים האחרונות. משבר הקורונה הביא ל"פתיחה" מסוימת במרווחים, אך בסוף 2021 חלה חזרה לרמות השפל ששררו טרם המשבר. מתחילת 2022 החלה מגמת עלייה הדרגתית במרווחים, אך אלו עדיין נמצאים מתחת לממוצע של השנים האחרונות. מלבד העלייה בשיעורי התשואה של אגרות החוב הממשלתיות, החששות מהחרפה במצב המאקרו – כלכלי עלולים "להתגלגל" גם הם אל עלות גיוס החוב של החברות. יתכן וישנה שחיקה במרווח הריאלי שמייצרות חברות נדל"ן המניב, הנובעת בעיקרה מעלייה במרווחי הסיכון (ולא מעלייה בתשואות הנכסים חסרי הסיכון לבדה).



עסקאות נדל"ן מניב בבחורות – חברות ציבוריות מובילות (2010-2022)

חברה	נכס	מועד	תמורה (מיליוני ₪)	NOI (מיליוני ₪)	תשואה נגזרת	הערות
מניבים	רמת החייל- תל אביב	אוקטובר 2022	119	7.6	6.4%	משרדים ומסחר
סלע נדל"ן	מגדל הארבעה – תל אביב מרכז מסחרי – חולון	יולי 2022	294.7 136.5	24.7	5.7%	משרדים
סלע נדל"ן	"סיטי סנטר" - חיפה	מאי 2022	76	5.5	7.2%	משרדים ומסחר, מלון (88 חדרי אירוח)
סלע נדל"ן	"בית מאני" – תל אביב	אפריל 2022	623	32	5.1%	משרדים, מטה בנק לאומי
ריט 1	דניאל פריש – תל אביב	מרץ 2022	66		5.1%	משרדים
מניבים	"מגדלי שקל" - בני ברק	פברואר 2022	177	11	6.2%	משרדים ומסחר
מניבים	אזור תעשייה קיסריה	ינואר 2022	71	4.3	6.0%	משרדים, מסחר ותעשייה
מבנה	24 נכסים ברחבי הארץ	ינואר 2022	531.6	26	4.9%	משרדים ומסחר – S&L back עם מזרחי/איגוד, שכירות ארוכת טווח של למעלה מ 20 שנה
עזריאלי	קניון "מול הים" - אילת	אוקטובר 2021	1,310	82-86	6.4%	קניון
ריט 1	מרכז מסחרי "סוהו" - נתניה	אוקטובר 2021	126.3		6.5%	מסחר
אמות	קומפלקס קניון קריית אונו	נובמבר 2019	538	34	6.3%	2 מגדלי משרדים, קניון
אמות	מרכז לוגיסטי – חבל מודיעין	אוקטובר 2019	445	22	5.0%	מרלו"ג, S&L back עם טבע
מגה אור	מרכז מגה לעסקים – מודיעין	יוני 2019	470		5.0%	
ריט 1	המנופים – הרצליה פיתוח	דצמבר 2017	108	9.1	8.4%	משרדים ומסחר (80% תפוסה)
אמות	הברזל – רמת החייל	מאי 2017	280	20	7.1%	משרדים ומסחר, NOI חזוי בתפוסה מלאה
ריט 1	בנייני משרדים – לוד	מרץ 2016	97.9		7.4%	משרדים
ריט 1	בית פסגות – תל אביב	מאי 2014	78.2		8.0%	משרדים (בהנחת תפוסה מלאה)
אמות	משרדים – יהוד	אפריל 2013	236	18.5	7.8%	3 בנייני משרדים, S&L back עם HP, לתקופה של 7 שנים אופציות הארכה
ריט 1	החשמונאים – תל אביב	מרץ 2013	64.5		8.0%	משרדים ומסחר
ריט 1	לב תלפיות – ירושלים	ינואר 2013	130	10.7	8.2%	מסחר
עזריאלי	One Plaza – ב"ש	יולי 2012	339.5	27	8.0%	מרכז מסחרי פתוח
ריט 1	מגדל המילניום – תל אביב	אפריל 2012	137	10.8	7.9%	משרדים ומסחר
ריט 1	קניון G – יקנעם	דצמבר 2011	76.5	7.6	9.0%	NOI מינימאלי אליו התחייבה המוכרת
אמות	אזור תעשייה – מודיעין	יוני 2011	67	5.5	8.2%	תעשייה ולוגיסטיקה
ריט 1	רמת החייל - תל אביב	אוקטובר 2010	55.5	2.5	4.5%	משרדים, תפוסה חלקית – 51% בלבד
אמות	ראש פינה – מרכז מסחרי	פברואר 2010	70	5.75	8.2%	מסחר + תחנת דלק
אמות	בית פלאפון – גבעתיים איזור תעשייה – לוד	ינואר 2010	260.5	10 11.1	8.0%	אין חלוקה של התמורה ה CAP הוצג עבור 2 הנכסים