

# סקירה ענפית נדל"ן מניב בישראל, 2016 וקדימה

---

יוני 2016

מחברת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, [hila.perelmuter@spglobal.com](mailto:hila.perelmuter@spglobal.com)

## תוכן עניינים

---

מבוא

אינדיקטורים מאקרו כלכליים

הפרופיל העסקי

מגזר מרכזי המסחר

מגזר המשרדים

הפרופיל הפיננסי

סיכום

# סקירה ענפית

## נדל"ן מניב בישראל 2016 וקדימה

**הישראלים ממשיכים לקנות בקניונים; מגזר המשרדים נהנה מענף ההיי-טק ותנופת הבנייה בו ממשיכה; אך המגמות ותנאי השוק אינם תומכים בהמשך עליות בטווח הבינוני-ארוך**

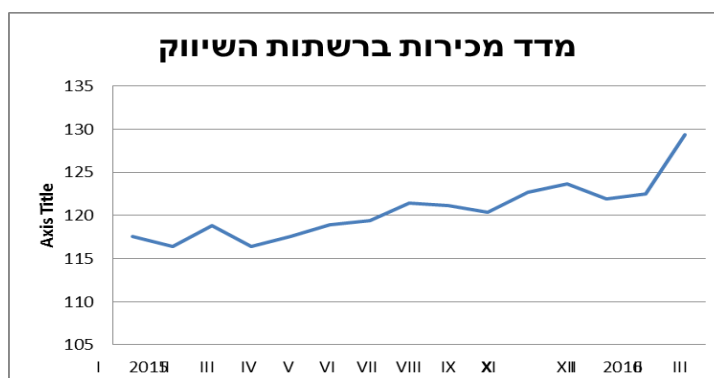
הצרכן הישראלי ממשיך לקנות במרכזים המסחריים ואנו ממשיכים לראות עלייה יפה בפדיונות של הנכסים המובילים. יחד עם זאת, נראה כי החברות המובילות במגזר המרכזים המסחריים מתחילות לחפש מנועי צמיחה חדשים, בין היתר בעולם המקוון. לעומתם, הסקטור העסקי נחלש, ואנו רואים האטה בעליית דמי השכירות במשרדים קיימים. עם זאת, מגזר המשרדים ממשיך להפגין חוזק יחסי ואנו ממשיכים לראות שיעורי תפוסה גבוהים, קצב השקעות גבוה ושיעורי השכרה מרשימים של שטחים חדשים.

יחסי הכיסוי של חברות הנדל"ן המניב המדורגות ממשיכים לתמוך בתחזית יציבה לענף, עדיין הודות לאינפלציה האפסית ולסביבת הריבית הנוחה. למרות אינדיקטורים להאטה במשק, אנו רואים תנופת השקעות לא קטנה, וחלק מהנפקות האג"ח נעשות למימון צרכים אלו, לצד המשך הנפקות למיחזור חוב, הארכת מח"מ והורדת עלויות מימון.

### אינדיקטורים מאקרו-כלכליים

ברבעון הראשון של השנה צמח המשק ב-1.3% בלבד לעומת הרבעון הקודם, זאת בהשוואה ל-3.4% ברבעון הרביעי של 2015 ו-2.3% ברבעון שלפניו.

למרות נתון חלש של המשק בכללו, המשיכו בעלי המרכזים המסחריים המובילים להציג גידול מרשים בפדיונות, עלייה בדמי השכירות וגידול ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים. השינויים בפרמטרים המאקרו כלכליים עולים בקנה אחד עם תוצאות אלו. הצריכה הפרטית עלתה ב-4.8% לעומת הרבעון הקודם, בהמשך לעלייה של 5.6% ברבעון האחרון של 2015. צריכת מוצרי פנאי, אופנה והנעלה לנפש עלתה ב-3.0% ברבעון הראשון לעומת 1.8% ברבעון הקודם. סך הרכישות בכרטיסי אשראי בחודשים פברואר-אפריל עלה ב-8.3% בחישוב שנתי, בהמשך לעלייה של 10.1% בתקופה הקודמת ובפרט ענף ההלבשה וההנעלה נהנה מעליה של 9.9% ברבעון הראשון. עדות לכך ניתן לראות בדוחות חברת כרטיסי האשראי לאומי קארד שהציגה גידול של 8% בשימוש בכרטיסי אשראי ברבעון הראשון. מדד פדיון המסחר הקימעונאי עלה ב-10.7% בחודשים פברואר-מרץ, בהמשך ל-2% בתקופה הקודמת. לאחר מספר מדדים שליילים, רשם מדד המחירים לצרכן שתי עליות רצופות ובחודש מאי עלה ב-0.3%. בתחום ההלבשה וההנעלה נרשמה עליית מדד שולית של 0.1% לעומת 3.7% באפריל, ייתכן שבשל עונתיות ועיתוי חג הפסח. בסך הכל, מתחילת השנה ירד המדד ב-0.3%, ואיננו צופים עלייה משמעותית באינפלציה ברבעונים הקרובים.



מגמה הפוכה ניתן לראות בפרמטרים המשמשים אותנו להערכת מגזר המשרדים. ברבעון הראשון של השנה נרשמה עליה של 0.2% בלבד בתמ"ג העסקי. ההשקעה בנכסים קבועים עלתה בשיעור יפה, רובו ככולו מצמיחה בבנייה למגורים ולא למגורים, בעוד שההשקעה במכונות ירדה ב-3.9%. שיעור הבלתי מועסקים נמוך מזה שנים, 4.9%, אך חלק ניכר מהגידול במשרות הפנויות נרשם בענפים בהם הפריץ נמוך. יצוא הסחורות והיצוא התעשייתי ממשיך לרדת וכולל גם ירידה ביצוא תעשיות טכנולוגיה עילית.

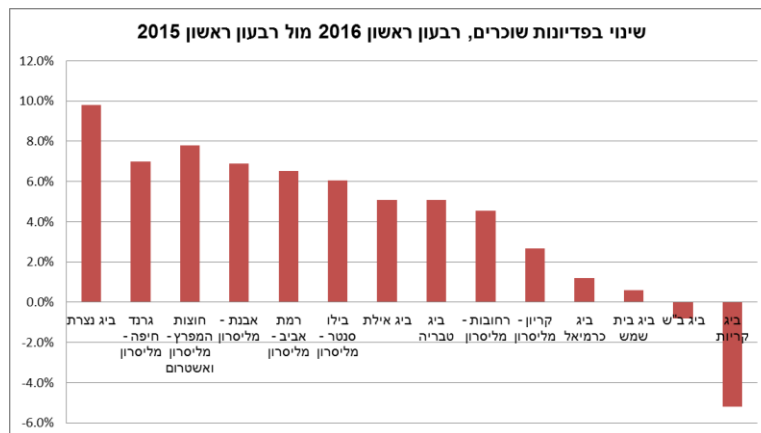
נראה כי מעט הצמיחה שהציג המשק הישראלי מקורו בצריכה הפרטית. עם זאת, כוחו של הצרכן הישראלי עלול להיפגע, גם אם בפער מסויים אחר הסקטור העסקי, אם זה האחרון ימשיך להפגין חולשה על פני מספר רבעונים נוספים ואם המשק יגלוש להאטה או מיתון.

## הפרופיל העסקי

### מגזר המרכזים המסחריים

כפי שצפינו בסקירותינו הקודמות, גם ברבעון הראשון של 2016 המשיכו המרכזים המובילים להציג עלייה בפדיונות ולשמור על שיעורי תפוסה גבוהים, בעיקר הודות למיקום הנכסים ולטיב הניהול. ככלל, הצריכה הפרטית המשיכה לספק רוח גבית למגזר כולו. אמנם קיימים מספר אינדיקטורים המצביעים על אתגרים בטווח הבינוני-רחוק, אולם התחזית שלנו לטווח הקרוב למגזר המרכזים המסחריים ולפרופיל העסקי של החברות היא יציבה וממשיכה לתת משקל גבוה למיקום ולאיכות הניהול. להערכתנו, ירידות קלות ב-NOI של החברות אינן צפויות ליצור לחץ על הדירוגים.

בהשוואה בין הרבעון הראשון של 2016 לרבעון המקביל אשתקד, נראה כי המרכזים המסחריים המובילים המשיכו להציג עלייה יפה ב-NOI מנכסים זהים, כ-2%-3% במוצא, וכי דמי השכירות הריאליים המשיכו לעלות בעת חידושי חוזה. לעומת זאת, אנו רואים התייצבות ברווח במרכזים פחות ממוצבים ומובילים ואף ירידה בפדיונות באזורי תחרות. בסך הכל ניתן לומר כי המגזר ממשיך להפגין יציבות ונהנה מרווח גבית של צריכה פרטית חזקה יחסית. כמו כן, נראה כי אסטרטגיית ההשבחה וההרחבה של מרכזים שנקטו חלק מהחברות משתלמת ותרמה לחלק מהגידול שראינו ב-NOI מנכסים זהים ולעלייה בפדיונות, כפי שניתן לראות בקניון איילון בו בנתה קבוצת עזריאלי קומה נוספת, בהרחבת דודג' סנטר של מליסרון ובקניון בת ים שעבר שיפוץ מסיבי על ידי אשטרום נכסים.



מקור: דוחות ומצגות של החברות

בשנת 2016 ממשיכות חברות לשפץ נכסים, בעיקר כמענה לתחרות: עזריאלי משפצת את קניוני באר שבע ומלחה, ביג משפצת את המרכז בבאר שבע ומרחיבה את המרכז בכרמיאל. כמו כן, נראה כי החברות המובילות ממשיכות להשקיע בהרחבת תיק הנכסים שלהן. ישפרו פלאנט ממשיכה לשלב ב' עם שיעור השכרה מקדמי של כ-21%; עזריאלי צפויה לפתוח את קניון ראשונים בסוף 2016 ובהמשך להרחיב את מרכז עזריאלי בתל אביב על קרקע 'ידיעות אחרונות'; ביג מתכננת פתיחת מרכזים בגלילות, יהוד ואשקלון; ומליסרון הקדימה את מימוש האופציה לרכישת חלק השותף בקניון באר שבע, על אף התחרות העזה באזור.

בטווח הקצר אנו צופים כי דמי השכירות במגזר יהיו יציבים וכי החברות ימשיכו להציג נתונים חיוביים ברבעונים הקרובים, בעיקר במרכזים האיכותיים והמבוקשים על ידי הקונים והשוכרים. לעומת זאת, בטווח הבינוני אנו צופים סביבה עסקית מאתגרת יותר עבור בעלי המרכזים. ראשית, בשל עודף שטחי מסחר שהולך וגדל לאור תוספת של שטחים בשנים הקרובות, שכבר מתחיל לתת את אותותיו בבאר שבע ובקריות, שם החלו דמי השכירות הריאליים לרדת ואנו רואים ירידה בפדיונות בחלק מהנכסים.

שנית, על אף התוצאות הטובות, ולמרות העלייה בצריכה הפרטית, יתכן כי חלק מתנופה זו היא בזכות שיעור האבטלה הנמוך והעלייה בשכר המינימום. אם הסקטור העסקי ימשיך להיחלש ותירשם צמיחה נמוכה או שלילית במשך כמה רבעונים רצופים, אנו עלולים לראות זליגה גם לכיוונם של המרכזים המסחריים בדמות היחלשות הצריכה הפרטית וירידה בפדיונות, גם אם בפיגור מסויים.

שלישית, מצבן של קמעונאיות האופנה נמצא במגמת ירידה מתמשכת בשל תחרות גדולה בענף, ירידת מחירים משמעותית לאורך השנים, חדירת מותגים בינלאומיים חזקים, מעבר לרשתות דיסקאונט וגידול מתמשך ברכישות באתרים מקוונים, רובם מחו"ל. ברבעון הראשון המשיכו הרשתות את מבצעי החורף אל תוך חודש מרץ ונראה כי לא רק עיתוי חג הפסח השפיע על התוצאות אלא בעיקר התחרות והקניבליזציה של שטחי מסחר. פוקס רשמה עלייה במכירות וברווחיות התפעולית אך חלה ירידה בפדיון הכולל למ"ר ובפרט בחנויות זהות. בשנים האחרונות פנו קבוצות הקמעונאות הגדולות לאפיקי צמיחה חדשים באמצעות מיזוג רשתות והחדרת מותגים בינלאומיים ובכך חיזקו את כוח המיקוח שלהן מול בעלי נכסים. נתונים אלו אינם תומכים בהמשך עליית דמי השכירות בקניונים בטווח הבינוני, והחברות כבר מאטות את קצב פתיחת הסניפים החדשים שהכביד על רווחיותן בהינתן תנאי השוק המשתנים. להערכתנו הרשתות יעדיפו לצמצם שטחי מסחר במרכזים החלשים ולא בנכסים המובילים שמניבים עבורן מכירות חזקות, או יעדיפו לפתוח סניפים במרכזים חדשים של שחקני נדל"ן מובילים במקום סניפים חלשים, כך שהפגיעה תהיה בעיקר בקניונים חלשים או מיושנים.

מעל כל זה קיים תמיד האיום הביטחוני שמשפיע באופן ישיר, מידי וחד על הצריכה הפרטית, וכנזה היה ונותר אחד מגורמי הסיכון של המגזר בישראל. ככל שעוצמתו חזקה יותר, נאלצים בעלי הנכסים להשתתף בהתממשות הסיכון עם השוכרים בדמות של הנחות ודחיית דמי שכירות.

יתכן כי בשל האינדיקטורים שצינו לעיל והרצון לייצר מנועי צמיחה חדשים ולשדר חדשנות, וכחלק מהמגמה העולמית, מתחילות חברות נדל"ן מובילות לפנות לעולם המקוון. קבוצת עזריאלי הודיעה בחודש מאי כי היא רוכשת פלטפורמה למסחר מקוון; חברת ביג הקימה אתר מכירות מקוון בו תמכור מותגים הפעילים במרכזים המסחריים שלה ובכוונתה להקים מרכזי איסוף במרכזיה. ככלל, חלה עלייה ברכישות המקוונות, אם כי בינתיים לא בהיקפים שניתן לראות בארה"ב. אנו צופים כי בטווח הקרוב עוד ועוד חברות נדל"ן ישקיעו משאבים בפיתוח פלטפורמה כזו.

בטווח הרחוק אנו סבורים כי נראה יותר ויותר צמצום שטחי מסחר והמרתם לשטחים לוגיסטיים, לוקרים ונקודות איסוף, כפי שכבר קורה בארה"ב. להערכתנו, התרחבות המגמה תיצור קניבליזציה נוספת ותנגוס בפדיונות של המרכזים המסחריים עצמם, ובעתיד אף נראה חנויות המשמשות לתצוגה בלבד כאשר הקניה מתבצעת באתרים המקוונים, דבר שעתידי לשנות את פני המגזר.

## מגזר המשרדים

ברבעון הראשון של השנה הציגו החברות המדורגות במגזר המשרדים עליה מתונה של כ-1%-1.5% בממוצע ב-NOI מנכסים זהים, אך שמרו כמצופה על שיעורי תפוסה גבוהים. נתונים אלו משקפים את המשך המגמה עליה הצבענו בסקירותינו הקודמות, אם כי ברמה מתונה יותר משצפינו. בשקלול המדד הנמוך ונתוני הצמיחה החלשים של המשק, נראה שבינתיים המגזר אינו סובל מעודפי היצע ושבינתיים חדשים באזורי ביקוש מתמלאים במהירות ובדמי שכירות גבוהים.

בהתבסס על נתוני רבעון ראשון, לא נראה כי שיעורי התפוסה הושפעו משמעותית מעבודות הרכבת הקלה או מעודפי היצע המתהווים במרכז. ההיפך הוא הנכון: אנו רואים שיעורי השכרה מקדמיים גבוהים בנכסים שבבנייה, גם באזורים סביב תוואי העבודות. במגדל אטריום של אמות שווקו השטחים בקצב גבוה מהמצופה ועזריאלי שיווקה מעל 60% מהשטח בבניין שרונה, בדמי שכירות יפים. ענף ההיי-טק מספק ביקושים ערים לשטחים ואף משלם דמי שכירות גבוהים. המגמה של מרחבי עבודה משותפים מתחילה לגדול

ולמרות שבינתיים היא בשוליים, נראה שהיא מתרחבת. למיטב ידיעתנו, מרחבי עבודה כאלו קיימים באזורי ביקוש, בין היתר במגדל אטריום, ברעננה, ברמת החייל, במרכז תל אביב ובהרצליה פיתוח.

בתקופה האחרונה ניתן לראות שחברות דווקא מחדשות תכניות פיתוח, ובאופן יותר מפתיע גם באזור המרכז העמוס ממילא בפרויקטים חדשים. בין היתר ניתן לראות את גב-ים ואמות שמקדמות בנייה בשטח "תוצרת הארץ" בתל אביב; את גב-ים המרחיבה את פארק רחובות; את אשטרום שבונה מגדל משרדים למכירה בבני ברק (קרקע "דן"); את עזריאלי שמרחיבה את פארק חולון, רכשה קרקע סמוכה באזור (לודז'יה) ובונה משרדים בראשון לציון (פרויקט ראשונים); את מליסרון ואפריקה נכסים שמתכננת פרויקט גדול בשרונה; ואת מליסרון שבונה ארבעה בניינים נוספים בפארק אזורים בפתח-תקווה. גם מחוץ לאזור המרכז קיימת תנופת תכנון ובנייה. גב-ים ממשיכה לפתח את פארק מת"מ ומתחילה את בניית הבניין השלישי בפארק ההייטק באר שבע לאחר שהשלימה והשכירה את מרבית השטחים של הבניינים הראשונים; ודורסל מציגה נתונים יציבים בבנייה בצפון.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי ההיצע באזור המרכז ימשיך לגדול בטווח הקרוב. נכון לרבעון הראשון של 2016, נתוני המשק אינם תומכים בצמיחת הסקטור העסקי. לכן להערכתנו נראה לכל היותר יציבות בדמי השכירות וב-NOI מנכסים זהים מ-Class A, בעוד שמרבית ההשפעה השלילית לתבטא במשרדים מ-Class B ומטה. בהתחשב באינפלציה, הגידול ב-NOI בנכסים מיוצבים יהיה להערכתנו שלילי או אפסי, דבר שעלול להתבטא בשערוכי הנכסים. אנו ממשיכים לתת משקל גבוה ליכולת ניהול הנכסים, למח"מ חוזי השכירות ולפיזור שוכרים.

## הפרופיל הפיננסי

מרבית הנפקות האג"ח בתקופה האחרונה נועדו למיחזור חוב תוך שיפור מבנה החלויות והפחתת עלויות המימון. במקביל, צורכי ההשקעות של החברות בזמן הקרוב גבוהים ואנו רואים גיוסים לצורך מימון, תוך ניצול סביבת הריבית הנוחה והביקושים הערים.

יחס כיסוי הריבית ממשיך להיות חריג לטובה וגבוה משמעותית מיחסי המטרה שקבענו למרבית דירוגי חברות הנדל"ן שפעילותן מרוכזת בישראל. היחס ממשיך להיות מושפע לטובה מסביבת הריבית והאינפלציה הנמוכות, בעיקר משום שחלק ניכר מחוב החברות הוא צמוד מדד. לצד הירידה בעלויות המימון, החברות גם הציגו שיפור ריאלי ב-NOI, בעיקר בזכות רכישה, הקמה או השבחה של נכסים. בנכסים מובילים חלה עלייה ריאלית בדמי השכירות בחידושי חוזים, דבר שקיזז את השפעת המדד השלילי על החוזים הקיימים. אנו ממשיכים לתת משקל מרכזי ליחס כיסוי הריבית בבחינת הפרופיל הפיננסי של חברות הנדל"ן. להערכתנו, בטווח הקרוב היחס ימשיך להיות מעל יעדי הדירוג מאחר ואיננו צופים עליית ריבית או אינפלציה משמעותיות או פגיעה מהותית ב-NOI של החברות. החברות ממשיכות לנצל את תנאי השוק ואנו עדים למיחזורי חוב בריביות נמוכות ומעבר לריבית קבועה על פני ריבית משתנה.

בבחינת שווי הנכסים אנו רואים יציבות, תוך המשך עליית שווי בנכסים מובילים הנובעת יותר מגידול ב-NOI ופחות משינויים בשיעורי ההיוון, דבר המעיד על השבחת נכסים וחיזוק בסיס ההון של החברות. בסך הכל אנו ממשיכים להיות עדים למדיניות של הורדת מינוף בקרב החברות, עליה הצבענו בסקירותינו הקודמות. עם זאת, מרבית החברות נמצאות בתנופת בנייה או רוכשות נכסים חדשים להגדלת תיק הנכסים שלהן. לכן, להערכתנו, שמירה על יחס מינוף יציב בטווח הקרוב תשען במידה רבה על שיערוכי נדל"ן ופחות על הורדה אבסולוטית של רמת החוב. לגבי הטווח הבינוני, סביבת ריבית גבוהה יותר, לצד עודפי שטחים, הן בתחום המסחר והן בתחום המשרדים, עלולים ליצור לחץ שלילי על ה-NOI ובהתאמה על שווי הנכסים, בעיקר על נכסים מיוצבים שפוטנציאל ההשבחה שלהם נמוך או באזורים בהם התחרות תחריף, כפי שראינו כבר בבאר שבע בשנתיים האחרונות.

## סיכום

תחזית הדירוג של מרבית חברות הנדל"ן שעיקר פעילותן מתרכזת בישראל ממשיכה להיות יציבה לטווח הקרוב, והן ממשיכות לשמור על פרופיל עסקי ופיננסי יציב התומך בדירוגים. יחד עם זאת, אינדיקטורים מאקרו-כלכליים ותמונת התחרות בתחום המרכזיים המסחריים ובתחום המשרדים מצביעים על שינוי בסביבה העסקית בטווח הבינוני-ארוך, ואנו מעריכים כי בעלי הנכסים יתקשו להביא לעלייה משמעותית בדמי שכירות. עם זאת, ניהול ומיקום ימשיכו להיות מילת המפתח ולבדל נכסים וחברות אלו מאלו, גם אם המשק ימשיך להיחלש.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערכות, תוצרי תוכנה ו/או אפליקציות אחרות, המאמרים וכל חלק ממנו (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. חלק מהמאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע במסמך זה בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הניתוחים בקשר לדירוגי אשראי וניתוחים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר המופיע בתוכן, מהווים אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסום המסמך, ואינם מהווים דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.