

זרקור ענפי: סיכום המחצית הראשונה של 2016 ומבט קדימה

יולי 2016

מגמות אשראי

תוכן עניינים

נדל"ן

קמעונאות מזון

תקשורת

בנקאות

ביטוח

חברות החזקה

מימון מובנה

הילה פרלמוטר, אנליסטית בכירה, צוות הנדל"ן ותעשיות קלות
עופר עמיר, מנהל תחום נדל"ן ותעשיות קלות

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

תחזית הדירוג שלנו לענף הנדל"ן המניב לשנה הקרובה ממשיכה להיות יציבה. עם זאת אנו מזהים מגמות ותנאי שוק שיהוו אתגר עבור החברות ויקשו על העלאת דמי השכירות, גם על המובילות, בטווח הבינוני-ארוך, ביניהם חולשה של המשק הישראלי שעלולה להימשך, עודף היצע של שטחי משרדים ומסחר, ועלייה בשיעור הרכישות המקוונות הפוגעת בקימעונאיות האופנה ועתידה לשנות את פני ענף המסחר כולו בטווח הארוך.

מרכזי המסחר המובילים בשנת 2015 וברבעון הראשון של 2016 המשיכו להציג צמיחה בפדיונות ושיעורי תפוסה גבוהים, בעיקר הודות למיקום הנכסים וטיב הניהול. ברבעון הראשון של 2016 גדל ה-NOI (net operating income) מנכסים זהים מובילים בכ-2%-3%, נתמך בעלייה בדמי השכירות. הצריכה הפרטית החיובית סיפקה רוח גבית למגזר המרכזים המסחריים כולו. עם זאת, מרכזים פחות ממוצבים ומובילים הציגו יציבות בלבד בפרמטרים התפעוליים ומרכזים באזורי תחרות הציגו אף ירידות.

במגזר המשרדים חלה עלייה מתונה בלבד של 1%-1.5% ב-NOI מנכסים זהים, אך גם מגזר זה ממשיך להפגין חוזק כמתבטא בתנופת בנייה ערה, באיכלוס מהיר מהצפוי של שטחים חדשים ובדמי שכירות גבוהים, גם באזור המרכז הרווי.

בהיבט הפיננסי ממשיכות החברות למחזר חוב בריביות נמוכות ויחס כיסוי הריבית בולט לטובה ברובן בזכות סביבת הריבית והאינפלציה הנמוכות, אך גם בזכות שיפור מתון ב-NOI. בבחינת המינוף, חלק ניכר מהחברות נמצאות בתנופת השקעות וצורכות אשראי למימון, לכן לדעתנו שמירה על יחס מינוף יציב בטווח הקרוב תישען ברובה על שיערוכי נדל"ן ופחות על הורדה אבסולוטית של רמת החוב. בבחינת שווי הנכסים אנו רואים יציבות והשיערוכים שהיו לאחרונה בנכסים מובילים נובעים מגידול ב-NOI ופחות משינויים בשיעורי ההיוון, דבר המעיד על השבחת נכסים וחזוק בסיס ההון של החברות.

ייזום למגורים בישראל

גיל אברהמי, אנליסט בכיר, צוות הנדל"ן

עופר עמיר, ראש תחום נדל"ן ותעשיות קלות

התחלת שיווק של דירות בתכנית "מחיר למשתכן" טרם השפיעה על שוק הדיור ברבעון ראשון של 2016

עלויות אשראי נמוכות ומחסור באלטרנטיבות השקעה תומכים בביקוש גבוה לרכישת דירות ומסבירים את עליית המחירים בשנים האחרונות בשוק הדיור למגורים בישראל. כמו כן, היצע מוגבל של קרקעות זמינות לבנייה לצד צוואר בקבוק בהליכי התכנון והרישוי (אשר משפיע לרעה על היקפי היתרי הבנייה) תומכים בהמשך עליית מחירי הדיור בטווח הקצר. במקביל, אנו מעריכים כי ההאטה בפעילות המשקית והאינפלציה הנמוכה ימשיכו להגביל את המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, ובפרט את האפשרות להעלאת ריבית. לכן, עלויות האשראי הנמוכות ימשיכו לתמוך בביקוש לדיור בשנת 2016.

נתוני הרבעון הראשון של 2016 אינם מצביעים על שינוי מגמה בעקבות התחלת שיווק הדירות בתכנית "מחיר למשתכן". היקף יחידות הדיור ששווקו במסגרת התוכנית עדיין נמוך, ולכן השפעתו על השוק מצומצמת. ברבעון הראשון של שנת 2016 חלה עלייה של 1.6% במחירי דירות ארבעה חדרים לעומת הרבעון האחרון של 2015 ועלייה של 8% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. נכון למרץ 2016, מלאי דירות החדשות שנותרו למכירה הינו כ-27 אלף יחידות דיור, ללא שינוי לעומת דצמבר 2015 ועלייה קלה של 1.7% לעומת מרץ 2015. יחד עם זאת, משקל המשקיעים בעסקאות (חדשות ויד שנייה) ירד לכ-20% ברבעון הראשון לעומת כ-27% לפני הכבדת המיסוי על המשקיעים. יש לציין כי הירידה במשקל המשקיעים עשויה להצביע גם על ציפיות משקיעים להאטה בקצב עליית המחירים.

להערכתנו, תכניות הממשלה להגדיל את ההיצע בשוק ולהקל על רוכשי דירה ראשונה עשויות למתן במידה מסוימת את קצב עליות המחירים בטווח הקצר, עם העלייה הצפויה בקצב שיווק הדירות בתכנית "מחיר למשתכן". יחד עם זאת, בשל תהליכי התכנון והרישוי הארוכים עדיין, אשר משפיעים לרעה על היקפי היתרי הבנייה, המחסור הקיים בפועל בניין אשר מוביל להתארכות זמן הבנייה וסביבת הריבית הנמוכה אשר תומכת בביקושים, אנו מעריכים כי בשנה הקרובה עדיין נראה מגמה של עליית מחירים, אם כי מתונה בהשוואה לשנת 2015.

בטווח הבינוני אנו מעריכים כי קצב העלייה במחירי הדירות יואט משמעותית ואולי אף נחזה בשינוי מגמה עקב גידול בהיצע ונורמליזציה הדרגתית של המדיניות המוניטרית. קצב התחלות הבנייה בארבע השנים האחרונות היה מעל 40 אלף יחידות בשנה ובשנת 2015 אף הגיע לכ-47 אלף יחידות, והשיווק המסיבי הצפוי של דירות עם הטבה כספית עשוי להוביל להיצע הגבוה מהגידול הטבעי של משקי הבית בישראל וללחץ לירידת מחירים בשוק הדיור.

שוק הנדל"ן המניב בארה"ב - חברות מארה"ב המנפיקות אג"ח בישראל

אייל עברון, אנליסט בכיר, צוות הנדל"ן
עופר עמיר, ראש תחום נדל"ן ותעשיות קלות

האטה בשוק ההנפקות האמריקאיות על אף המשך מגמה חיובית בענף הנדל"ן המניב האמריקאי הנפקות אג"ח

במהלך החודשים האחרונים חלה האטה משמעותית בשוק ההנפקות האמריקאיות בישראל, הנובעת בעיקר מקריסת חברת הנדל"ן היזמית הקנדית אורבנקורפ ומחשש של המשקיעים בעקבות ירידה בקצב מכירת דירות היוקרה שמוכרת חברת היזום אקסטל. אנו מעריכים שהאטה זאת צפויה להימשך בחודשים הקרובים.

שבע חברות אמריקאיות חדשות הנפיקו אג"ח בישראל במהלך שנת 2015. סכום האג"ח שגייסו כל החברות האמריקאיות ב-2015 עמד על כ-3.3 מיליארד \$. בתחילת שנת 2016 הנפיקו שתי חברות חדשות נוספות בסכום כולל של כ-1.37 מיליארד \$.

שוק הנדל"ן המניב בארה"ב

אנו צופים כי בשנה הקרובה ימשיך הביקוש בענף הנדל"ן המניב בארה"ב לעלות באופן מתון כתוצאה מהמשך צמיחה כלכלית איטית אך יציבה. עם זאת, תנאי השוק מראים עלייה בסיכון השוכרים מענף הקמעונאות, בין היתר לאור הצמיחה המהירה של תופעת המסחר האלקטרוני (e-commerce).

אנו מעריכים כי בשנת 2016 נראה המשך צמיחה ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים בשיעור ממוצע של 3%-4%, קצב נמוך מעט בהשוואה לכ-5% ב-2015. זאת לאחר שבשנת 2015 היינו עדים להמשך צמיחה משמעותית ב-NOI מנכסים זהים בסגמנטי הדיור (multifamily) והאחסון (storage) וכן לצמיחה נאה בסגמנטי הקמעונאות והמשרדים על אף החולשה של מספר רשתות קמעונאיות בארה"ב.



אנו מעריכים כי בשנה הקרובה הסיכונים של עליית ריבית נמוכים, כיוון שאנו צופים עלייה איטית בריבית בארה"ב. יש לציין כי חלק ניכר מחברות הנדל"ן שהנפיקו אג"ח לציבור בישראל פועלות בעיקר בעיר ניו יורק רבתי, ובפרט בתחום הדיור להשכרה. אנו צופים כי בשנה הקרובה תישמר העלייה בשכר הדירה והיציבות בשיעורי התפוסה הגבוהים בשוק ההשכרה למגורים בעיר ניו יורק, לאור העובדה כי היצע הדירות להשכרה ממשיך לפגר אחרי הביקוש, מגמה שאנו רואים כגורם התומך בהערכת סיכוני האשראי של החברות המדורגות. יש לציין גם כי על אף העלייה המתמדת במספר היתרי הבנייה, קצב השלמת הדירות החדשות אינו מספק את הביקוש, ולהערכתנו אינו מספיק כדי לסגור את הפער בין הביקוש להיצע בטווח הזמן הבינוני.

הצלחת העיר למשוך אנשים מחד וההיצע המצומצם יחסית של דירות להשכרה מאידך, מובילים את שוק הדירות להשכרה בניו יורק לשיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן. שיעור התפוסה ברבעים העיקריים עומד כיום על 96%-97%. שיעורי התפוסה הגבוהים לאורך זמן מחזקים את המשך מגמת העלייה בדמי השכירות.

לאחרונה חלה עלייה במספר הריסות הבניינים אשר נתמכת גם על ידי תכניתו של ראש העיר לבניית יחידות דיור בר השגה, שחלק לא מבוטל ממנה מבוסס על פרויקטים של התחדשות עירונית באיזורים שונים ברחבי העיר. אנו מזהים מתאם בין מספר הריסות הבניינים לבין מספר יחידות הדיור החדשות שבנייתן הושלמה, שכן הריסת מבנים מובילה להתחדשות עירונית ולגידול במספר יחידות הדיור. עקב המחסור בקרקעות פנויות, הריסת בניינים היא המקור המוביל כיום להגדלת מספר יחידות הדיור בעיר.

קמעונאות מזון

הילה פרלמוטר, אנליסטית בכירה, צוות הנדל"ן ותעשיות קלות
תמר שטיין, אנליסטית בכירה, חברות תקשורת וקמעונאות
עופר עמיר, ראש תחום נדל"ן ותעשיות קלות

הענף ניצב בפני תמורות משמעותיות שיביאו לשינוי מערך הכוחות שבו, גם אם ללא הוזלת מחירים משמעותית

אנו ממשיכים להעריך את ענף קמעונאות המזון כענף בעל סיכונים גבוהים יחסית, המאופיין באי-וודאות רבה. לקראת שנת 2017 ניצב הענף בפני תמורות משמעותיות שעשויות להביא לשינוי בכוחות השוק, בעיקר בקרב רשתות הדיסקאונט.

שנת 2015 ושנת 2016 עד כה אופיינו בהיחלשות משמעותית של מגה כשחקן שני בשוק. נתח השוק שאיבדה מגה עבר, להערכתנו, בעיקר לרשתות הדיסקאונט, ביניהן ויקטורי שרכשה 11 מסניפי YOU ורמי לוי שרכש שישה סניפים, ולקוחות "מגה בעיר" פנו, להערכתנו, בעיקר לשופרסל וטיב טעם. החל מאמצע 2015 ניתן לראות גידול בפדיון למ"ר בסניפים זהים בעיר לעומת התייצבות ואף ירידה בסניפי הדיסקאונט. להערכתנו, מעבר לקוחות ממגה לשופרסל וטיב טעם בתקופה זו קיזז במידת מה את ההשפעה השלילית של התחרות על אלו האחרונות, בעוד שרשתות הדיסקאונט, שאינן נתפסות כתחליפיות למגה, נאלצו להוריד מחירים בגלל התחרות. בנוסף, הגדלת שטחי מסחר באופן משמעותי הכבידה על התוצאות של ויקטורי, רמי לוי וטיב טעם, שהציגו ברבעון הראשון של השנה ירידה בפדיון הכולל למ"ר.

תקופה זו אופיינה בצעדי התייעלות בהן נקטו החברות על מנת להתמודד עם התחרות והשינויים הרגולטוריים (חוק המזון והעלאת שכר המינימום). שופרסל ביצעה תוכנית התייעלות רוחבית ואופקית, רמי לוי וויקטורי שיפרו תנאי סחר עם ספקים ועוד. המותג הפרטי ופלטפורמת האון-ליין הפכו למנועי צמיחה מרכזיים של הרשתות, בדומה למגמות הכלל-עולמיות, וניכר כי הן משקיעות רבות בהרחבתן וייעולן כמענה לשינוי בהעדפות הצרכנים ולתחרות בענף. כפועל יוצא, שיעור הרווח הגולמי של החברות לא נשחק, ושופרסל, שביצעה את המהלכים העמוקים ביותר, לצד ההשפעה של מגה כאמור, רשמה את הגידול המשמעותי ביותר ברווח.

לגבי הטווח הקצר, אנו מעריכים כי הגוף שירכוש את מגה יידרש להשקיע משאבים רבים במיזוג החנויות, בין היתר בשיפוץ הסניפים ושיפור תנאי הסחר מול ספקים. כמו כן הוא יהיה כבול להסכמי העסקה ושכירות יקרים יחסית לענף. כל הרוכשים הפוטנציאליים בשוק הם שחקנים בהיקף בינוני ומתחום הדיסקאונט, ולכן מיזוג מספר גדול של סניפים לתוכם, ובפרט סניפים עירוניים, הוא מהלך גדול עבורם, שעלול, להערכתנו, להימשך אף יותר משנה. לכן, להערכתנו, הרוכש העתידי אינו צפוי לשחוק את רווחיות הסניפים, בעיקר את סניפי העיר, באמצעות הורדה אגרסיבית של מחירים. עם זאת, אנו מניחים כי התחרות בשנת 2017 תתגבר עם התהוות והתייצבותו של שחקן גדול נוסף בשוק ותשפיע על המכירות בסניפים זהים.

חברות תקשורת

תמר שטיין, אנליסטית בכירה, חברות תקשורת וקמעונאות

עופר עמיר, מנהל תחום דירוגי חברות נדל"ן ותעשיות קלות

שוק בחוסר שווי משקל בהתבסס על תחרות מתמשכת, שחיקה ברווחיות והתמתנות קצב הנטישה; צמצום במספר המפעילים הסלולריים יתכן בטווח הארוך

גם בשנת 2016, בדומה לשנים קודמות, שרר חוסר שיווי משקל בשוק התקשורת הישראלי. התחרות האינטנסיבית המתמשכת בשוק, הרגולציה הקיימת והפעלת השוק הסיטונאי מעודדות את השחקנים בשוק להמשיך ליצור קבוצות תקשורת הפועלות במספר תחומים. יחד עם זאת, מאפייני השוק ובעיקר התחרות האינטנסיבית, מובילים את חברות הסלולר המובילות לחפש נישות המעניקות להם יתרון תחרותי.

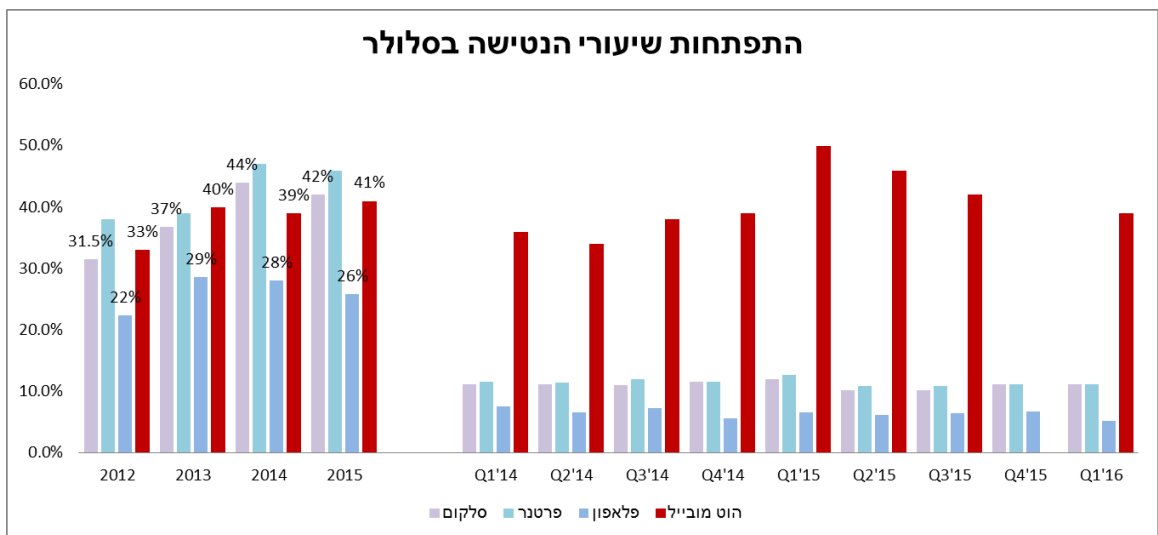
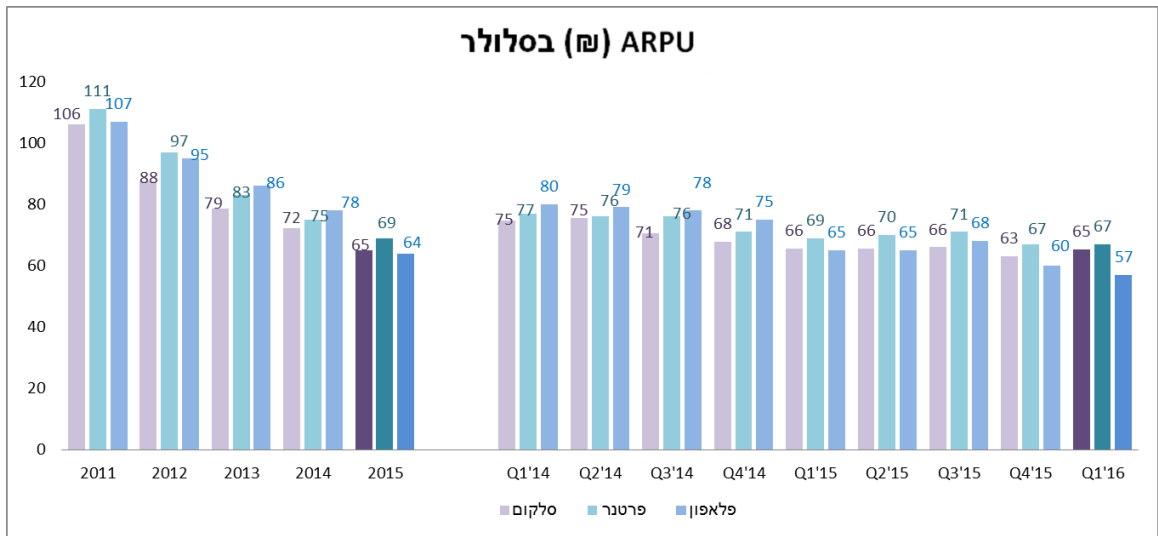
נראה כי הצרכנים הפכו לאדישים יותר במעבר בין חברות לנוכח היעדר מבצעים אטרקטיביים משמעותיים. לראיה, ברבעון הראשון של 2016 אנו עדים להתמתנות קצב הנטישה, אך למגמה מעורבת ב-ARPU (הכנסה ממוצעת ללקוח), אף כי בראייה של 12 החודשים האחרונים המסתיימים במרץ 2016, עדיין ניכרת ירידה מתונה ב-ARPU. ה-ARPU של חברות הסלולר נע בין 51 ₪ ל-67 ₪ לחודש ברבעון הראשון של 2016, לעומת 56 ₪ עד 70 ₪ לחודש ברבעון המקביל אשתקד. פלאפון והוט מובייל מציגות את הירידה הגדולה ב-ARPU בתקופה המדוברת, מ-65 ₪ ו-57 ₪ בהתאמה ברבעון הראשון של 2015 ל-57 ₪ ו-51 ₪ בהתאמה ברבעון הראשון של 2016.

יחד עם זאת, בנטרול השפעות חד פעמיות, ניכר המשך התדרדרות בביצועים התפעוליים של רוב החברות, כולל קיטון בהכנסות המצרפיות ושחיקת הרווח התפעולי. ברבעון הראשון של שנת 2016 המשיכה הרווחיות התפעולית של רוב שחקניות השוק להישחק, מלבד זו של סלקום, שהציגה שיפור מסוים לעומת רבעון קודם, אך רווחיותה עדיין נמוכה בהשוואה לעבר.

במבט קדימה אנו מניחים כי בדומה להערכתנו הקודמת, שנת 2016 תמשיך להתאפיין באי ודאות, בתחרות מחירים מתמשכת וברמת השקעות מתונה. אנו מעריכים כי סאגת גולן טלקום תיפתר רק בשנת 2017. אי לכך, אנו רואים את שנת 2017 כשנה שעשויה לבשר את תחילת המפנה וההתייצבות עבור השחקניות בשוק, גם אם רמת התחרות תישאר גבוהה.

בעתיד הרחוק יותר, אנו מניחים כי על אף הסתייגות הרגולטור מעסקת גולן-הוט, שוק הסלולר יתכנס בדרך זו או אחרת לארבעה מפעילים עיקריים. ה-ARPU יתייצב ברמה גבוהה מעט מהרמה של השנה האחרונה, אך עדיין יישאר נמוך מבאירופה. כמו כן צפוי שיפור מסוים ברמת הרווחיות התפעולית של שחקניות השוק, ובהתאמה, עלייה מסוימת ברמת ההשקעות. תרחיש הבסיס שלנו מניח כי ביטול מוחלט של הפרדה המבנית בבזק יתכן רק בסוף שנת 2017 או תחילת 2018.

לפי תרחיש הבסיס שלנו, יתכן כי בשנתיים הקרובות יספוג שוק הטלוויזיה פגיעה בשל התגברות התחרות כתוצאה ממעבר המתחרות לקבוצות תקשורת רחבות ומתרחבות אופציות צפייה נוספות, בעיקר צפייה דרך האינטרנט התואמת את התקדמות הטכנולוגיה והשינויים במאפייני הצריכה.



המלצות הוועדה להגברת התחרות במערכת הבנקאות ומגבלות השכר במערכת הפיננסית היו ויהיו במוקד תשומת הלב הן במערכת הבנקאית והן בגופי הרגולציה השונים.

תחילת שנת 2016 התאפיינה בהמשך המגמות המקרו כלכליות שאפיינו את 2015, כולל צמיחה מתונה יחסית, ביקוש חלש יחסית לאשראי מצד הסקטור העסקי וסביבת ריבית ואינפלציה נמוכה. בנוסף, המלצות הוועדה להגברת התחרות במערכת הבנקאות ומגבלות השכר במערכת הפיננסית היו ויהיו במוקד תשומת הלב הן במערכת הבנקאית והן בגופי הרגולציה השונים.

הבנקים מצדם המשיכו להרחיב את פעילותם בתחום האשראי הקמעונאי, מגמה שלהערכתנו צפויה ללוות אותנו גם בהמשך השנה. כמו כן נמשכו מאמצי ההתייעלות בבנקים, בין השאר לאור האפשרות לקבל הקלות ביחס ההון הרגולטורי כתוצאה מההתייעלות.

כמו כן היינו עדים להנפקות ראשונות של מכשירי הון היברידיים ברוח תקנות באזל 3 (הכוללים מאפיינים של נדחות וכן אפשרות למחיקת הקרן או המרתה למניות בקרות אירוע טריגר), מגמה שלהערכתנו צפויה להמשיך בשנים הקרובות. מעבר לכך, אנו מעריכים כי הבנקים ימשיכו להיות שחקנים דומיננטיים בגיוס חוב ארוך טווח, במסגרת ההיערכות לדרישות הנזילות של בזל 3.

הערכתנו לגבי רווחיות המערכת הבנקאית לא השתנתה והיא תמשיך להיות מושפעת בשנת 2016 מתנאי המקרו המאתגרים, עם תשואה חד-ספרתית או דו-ספרתית נמוכה על ההון. בנוסף, על רקע הצמיחה הגבוהה בהיקף המשכנתאות בשנים האחרונות, האטה מהותית יותר בכלכלה, אשר עלולה להוביל לגידול בשיעור האבטלה ולשחיקה ביכולת החזר החוב של משקי הבית, עשויה ליצור לחץ שלילי נוסף על המערכת הבנקאית. מסקנות הוועדה להגדלת התחרותיות בענף הבנקאות המקומי ויישומן עשויים להביא לכניסה של שחקנים חדשים שיתמודדו על רכישת חברות כרטיסי האשראי שכל הנראה יופרדו מצמד הבנקים הגדולים.

בהשוואה גלובלית, חוסנם של הבנקים הישראליים ממשיך להיות ממוצע. המערכת הבנקאית המקומית היא מערכת בשלה בעלת כוחות תחרותיים יציבים יחסית ורמת פיקוח הדומה, להערכתנו, למקובל במדינות המפותחות. הרווחיות מוגבלת על ידי היעילות התפעולית הנמוכה של הבנקים הישראליים בהשוואה גלובלית, הנובעת בין השאר מקיומם של ועדי עובדים והסכמי שכר קיבוציים אשר מגבילים את גמישות מבנה ההוצאות. אנו מעריכים כי הסביבה הכלכלית המאתגרת, אשר מקשה על הבנקים להגדיל את הכנסותיהם, תוביל להמשך התמקדות של המערכת הבנקאית בצמצום הוצאות בתקופה הקרובה. עם זאת, להערכתנו, השיפור המתמשך בבסיס ההון בעקבות הדרישות הרגולטוריות תורם לחוסנם של הבנקים המקומיים וליצירת כרית הולמת לספיגת הפסדים.

אנו מעריכים כי השינויים הרגולטורים המתייחסים להגדלת דרישות ההון של הבנקים והמשך הירידה בריכוזיות הלווים תומכים בחוסנם של הבנקים. זאת בהנחה כי על אף הלחץ האפשרי על ההכנסות בטווח הקצר בגין שינויים אלו, הבנקים המקומיים לא יתפתו ליטול סיכונים גבוהים יותר כדי לשפר את רווחיותם. המינוף הנמוך יחסית של משקי הבית בישראל

ימשיך לתמוך בצמיחת הבנקים בעתיד הקרוב, לעומת צמיחה מתונה יותר של האשראי לסקטור העסקי. יש לציין כי צמיחה אגרסיבית של אשראי צרכני לא מובטח עשויה להוות מקור סיכון לאיכות האשראי.

התחזית עבור מרבית דירוגי הבנקים המקומיים היא יציבה, כיוון שאנו מעריכים כי הדירוגים הקיימים לוקחים בחשבון את הסיכונים שפורטו לעיל. עם זאת, אם נהיה עדים להאטה חריפה יותר משצפינו בכלכלה המקומית, בין אם בשל התדרדרות המצב בשווקים הגלובליים או בגין התדרדרות מקומית במצב הביטחוני-מדיני, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על דירוגי הבנקים המקומיים. בעקבות מגבלות השכר החדשות במערכת הפיננסית, גם לתרחיש של עזיבת מנהלים בכירים את הבנקים על מנת להימנע מפגיעה בתנאי שכרם ובזכויות שצברו עשויות להיות השלכות שליליות על הערכתנו את דירוגי הבנקים המקומיים.

ביטוח

לנה שוורץ, אנליסטית חברות ביטוח

סביבת ריבית נמוכה ותשואות שליליות בשווקים פוגעים ברווחיות, יישום צפוי משטר סולבנסי 2 ממשיך להוות אתגר

סביבת ריבית נמוכה ותנודתיות גבוהה בשווקים יחד עם מהלכים רגולטוריים המשיכו להשפיע על ענף הביטוח גם במחצית הראשונה של 2016. לאור זאת, הצורך לחזק את ההון העצמי לקראת יישום משטר כושר הפירעון מבוסס סולבנסי II, הופך להיות מאתגר עבור הענף.

ירידת תשואות נוספת בעקום התשואה השקלית חסרת הסיכון, בעיקר בטווחים הארוכים, הביאה להגדלה משמעותית נוספת בהתחייבויות הביטוחיות על חשבון הרווחיות השוטפת, בשל התאמת ריבית ההיוון. במקביל, התשואות החלשות בשווקים מנעו יצירת רווחי הון בצד הנכסים, והחמירו את ההשפעה על רווחיות החברות בענף. עיקר ההשפעה ניכרה בחברות הביטוח הממוקדות בפעילות ביטוח חיים, המצריכה שמירת רזרבות בהיקפים משמעותיים לטווחים ארוכים. המשך ירידה בעקום התשואות עלול לפגוע בתוצאות החברות גם ברבעון השני. עם עליית הריבית נוכל אמנם לראות מגמה הפוכה של שחרור העתודות חזרה לשרות הרווח, אולם איננו צופים עליית ריבית בתקופה הקרובה.

השפעה עקיפה נוספת של ירידת הריבית באה לידי ביטוי במהלך 2016 דרך התיקון בריבית ההיוון של הביטוח הלאומי (ועדת וינוגרד) אשר עשוי להביא לגידול בסכומי התביעות מסוג חובה וחבויות שמשלם הביטוח הלאומי וכתוצאה מכך גם חברות הביטוח. בשלב זה טרם פורסמו התקנות הסופיות, אולם חברות הביטוח כבר ביצעו הגדלה של ההתחייבויות הביטוחיות בתחומי החובה והחבויות (רכב חובה וחבויות אחר), שגם היא השפיעה לרעה על הרווחיות השוטפת ברבעון הראשון של השנה. ייתכן שנראה השפעה נוספת בהמשך.

התשואות השליליות בשווקים הביאו לקיטון בהכנסות מהשקעות ופגעו בתוצאות הענף, אשר רווחיותו תלויה במידה רבה בשוק ההון. התוצאות החלשות בתחום ביטוח החיים הושפעו מירידה בהכנסות מהשקעות ומירידה בדמי הניהול המשתנים, וכן מהצורך בחיזוק הרזרבות כאמור. רווחיות תחומי הביטוח הכללי וביטוח הבריאות הושפעה ממהלכי הרגולציה האחרונים, השואפים להביא לפישוט ואחידות המוצרים הביטוחיים, כפי שראינו בתחומי הביטוח הכללי (פוליסה אחידה בביטוח דירות, שהתווספה לפוליסה אחידה ברכב חובה) וכפי שצפויים לבוא לידי ביטוי במהלך השנה בענף ביטוחי הבריאות. ענף ביטוחי הבריאות שנהנה בשנים האחרונות משיעורי צמיחה חדים ומרווחיות גבוהה, שבלטו במיוחד

ביחס לענף ביטוח החיים מוטה הרגולציה ולענף הביטוח הכללי התחרותי והרווי, סובל לאחרונה מגידול בתביעות בתחומי הכיסוי הקבוצתי אשר פוגעים ברווחיותו בהשוואה לשנים הקודמות. בנוסף, שינויי הרגולציה בענף צפויים להביא להפחתת התעריפים ועשויים להכביד אף יותר על הרווחיות.

ישראל צפויה להתחיל בתהליך אימוץ משטר כושר פירעון מבוסס סולבנסי II בינואר 2017, שנה לאחר האיחוד האירופי. הדבר צפוי להביא לשינוי חישוב ההון הרגולטורי הנדרש, אשר יחושב בהתאם למאפייני הסיכון, וכן לשינוי אופן החישוב של ההון הקיים, תוך חישוב ההתחייבויות בשווי הוגן תוך ראייה כלכלית יותר. כתוצאה מכך אנו מעריכים כי נראה גידול משמעותי בהון העצמי ברמת הענף, לצורך התאמתו לדרישות החדשות, אם כי הדבר צפוי להיות מאתגר במיוחד לאור הריבית הנמוכה ובסביבת הפעילות הנוכחית בה החברות מתקשות לשמור על רמת הרווחיות שלהן. אנו מעריכים כי הדבר יביא את חברות הביטוח לפעול להגדלת ההון בשנה הקרובה, לרבות הנפקת מכשירי הון/חוב מורכבים אשר מוכרים כהון רגולטורי. כמו כן אנו מעריכים כי הפוטנציאל לדיבידנדים בענף, אשר נמוך ממילא כבר מספר שנים, שואף כעת לאפס.

מימון מובנה

עמרי שטרן, מנהל תחום מימון מובנה

הסדרת התחום על ידי הרגולטורים מייצרת הזדמנויות חדשות

טיוטת דוח הביניים של הצוות לקידום האיגוח בישראל, אשר פורסמה במהלך הרבעון השלישי של 2015, היוותה גורם משמעותי בחזרתו של תחום המימון המובנה לעין הציבור. מאז פרסום הטייטה ובמהלך החודשים האחרונים קיימת התעניינות הולכת וגוברת בתחום מצד גופים רבים בשוק ההון הישראלי, בעיקר הבנקים, אשר מעוניינים לקדם ולבצע עסקאות איגוח מכל הסוגים.

השינויים הרגולטורים שהתרחשו בשנת 2012 המתייחסים להגדלת דרישות ההון של הבנקים, במקביל לקידום חוק האיגוח, צפויים להערכתנו להיות גורם מניע בהגדלת היקפי הפעילות בעסקאות מובנות בשנת 2016 ואילך. אנו מעריכים כי המערכת הבנקאית תהיה מנוע הצמיחה העיקרי של התחום, לאור העובדה כי מרבית הנכסים שניתן לאגח מנוהלים כיום על ידי הבנקים.

היקף עסקאות ה-repack, שבמהלך השנים היו עסקאות המימון המובנה העיקריות בשוק הישראלי, נשאר יציב במחצית הראשונה של 2016, אף שלא נצפו הנפקות חדשות, בעיקר בשל המרווחים המצומצמים. יחד עם זאת, אנו מזהים התעוררות מסוימת בתחום וניסיון לייצר מכשירים מובנים חדשים המותאמים למצב הנוכחי.

בעתיד הקרוב אנו מעריכים שמוצרי המימון המובנה בארץ יתרחבו לתחום הנדל"ן המסחרי (CMBS), בהתחשב בחשיפה הגבוהה של הבנקים לתחום זה ושאיפתם להקטין חשיפה זו. בשל כך אנו מעריכים שחברות הנדל"ן המניב יגונו את מקורות המימון שלהן על ידי איגוחים. כמו כן, אנו מעריכים שחברות עם תיק לקוחות גדול עשויות לפנות למוצרי המימון המובנה (ABS) בבואן לחפש מקורות מימון זולים יותר. להערכתנו, תחום איגוח המשכנתאות (RMBS), שלא הייתה בו כל פעילות בישראל במהלך השנים, עשוי אף הוא להתעורר בתקופה הקרובה, אם כל התנאים ההכרחיים יבשילו מבחינה רגולטורית.

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 פרסם 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.