

זרקור ענפי: סיכום שנת 2016 ומבט קדימה

דצמבר 2016
מגמות אשראי

תוכן עניינים

נדל"ן
קמעונאות מזון
תקשורת
כימיקלים
בנקאות
ביטוח

נדל"ן מניב

הילה פרלמוטר, ראש תחום נדל"ן וקמעונאות מזון
עופר עמיר, מנהל צוות הנדל"ן S&P EMEA וצוות דירוגי החברות בישראל

המרווח בין התשואה על הנכסים לעלויות החוב גדל משמעותית בשנים האחרונות ומספק הגנה לטווח הקרוב מפני ירידה אפשרית בדמי השכירות או מפני עלייה בעלויות המימון

תחזית הדירוג שלנו לענף הנדל"ן המניב לשנה הקרובה ממשיכה להיות יציבה ואנו מעריכים כי החברות ישמרו על יחסי כיסוי ריבית ויחסי מינוף מספקים בטווח הקרוב.

בתשעת החודשים הראשונים של 2016 המשיכו מרבית החברות להציג גידול של 2.5%-3.5% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. בחברות בהן הגידול היה שולי בלבד, יש לשקלל זאת עם האינפלציה האפסית, כך שלמעשה לרוב לא הייתה ירידה ריאלית בדמי השכירות. שיעורי התפוסה במרכזים איכותיים המשיכו להיות גבוהים, ועמדו על כ-97%-100%, ובמרבית החברות אנו ממשיכים לראות תנופת השקעות, הן במשרדים והן בשטחי מסחר. אנו עדים גם לשיעורי השכרה מהירים של שטחים שבבנייה, אף מעבר למצופה וגם באיזור המרכז הרווי.

יחד עם זאת, אנו סבורים כי בטווח הבינוני עודף שטחי מסחר ומשרדים ועלייה בשיעור הרכישות המקוונות עלולים ליצור לחץ שלילי על ה-NOI, כמו גם להגביל את העלייה בדמי השכירות. בטווח הארוך אנו מעריכים כי העולם המקוון יביא לשינוי פני הענף ואנו רואים כי חלק מהחברות פונות למנועי צמיחה חדשים או לפעילויות משלימות.

בשנים האחרונות ביצעו חברות הנדל"ן מיחזורי חוב בריביות נמוכות תוך הארכת המח"מ של החוב, דבר אשר הוביל לשיפור משמעותי ביחסי כיסוי הריבית ובמבנה החוב. אנו מעריכים כי בטווח הבינוני נתחיל לראות התייקרות מסויימת בעלויות המימון, בהתאמה עם הצפי להעלאת ריבית בארה"ב. בחודשים האחרונים חלה עלייה בתשואות איגרות החוב של חברות הנדל"ן, שמובילה לגיוסי חוב בריביות אפקטיביות גבוהות יותר. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי לכשתהיה העלאת ריבית בישראל היא תיעשה באופן מתון ולא תשפיע משמעותית על שיעורי ההיוון של הנכסים, כשם שסביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות לא הביאה לירידה מהותית שלהם. לכן, להערכתנו, עלייה מתונה של הריבית לצד לחץ שלילי על דמי השכירות אינם צפויים להשפיע באופן משמעותי על יחסי הכיסוי בטווח הקצר.

איננו צופים שינוי מהותי ברמות המינוף של החברות בטווח הקרוב. מצד אחד אנו מעריכים כי רמת החוב האבסולוטי תישאר יציבה או תעלה לאור פעילות פיתוח בחלק מהחברות. מאידך, תזרימי מזומנים יציבים ושערוכי הנדל"ן שביצעו מרבית החברות בשנים האחרונות הביאו לחיזוק בסיס ההון שלהן.

שוק הדיור בישראל

גיל אברהמי, ראש תחום נדל"ן

עופר עמיר, מנהל צוות הנדל"ן S&P EMEA וצוות דירוגי החברות בישראל

אין שינויים מהותיים במחירי הדיור בעקבות שיווק דירות בתכנית "מחיר למשתכן"; שחיקה צפויה בשיעורי הרווחיות של חברות הייזום

התחלת שיווק של דירות בתוכנית "מחיר למשתכן" המיועדות בעיקרן לזכאים חסרי דיור, עם הטבה כספית משמעותית מצד המדינה, הובילו לעלייה ברמת הביקושים של חסרי דיור לרכישת דירות חדשות ומנגד הדירו מהשוק את המשקיעים. להערכתנו, נתוני הרבעון השלישי לשנת 2016 אינם מצביעים על עצירה של מגמת עליית המחירים בעקבות תכנית "מחיר למשתכן".

העלייה בריבית הממוצעת על משכנתאות שחלה בשנה האחרונה הצטרפה להעלאת מס הרכישה למשקיעים ביוני 2015 ולהצהרות על תכניות עתידיות להכבדת המיסוי (המס על דירה שלישית), והקטינה את הביקוש לדירות מצד המשקיעים. משקל המשקיעים בעסקאות (חדשות ויד שנייה) נותר נמוך ועמד על שיעור של כ-19%¹ בספטמבר 2016, בדומה לחודשים קודמים, לעומת כ-30% לפני יוני 2015. בחודשים האחרונים אנו רואים ירידה במלאי הדירות המוחזקות בידי משקיעים, שעשויה להצביע על חששות המשקיעים מהאטת קצב עליית המחירים או משינוי מגמה ומהכבדה נוספת של המיסוי.

לפי נתוני לשכת שמאי המקרקעין בישראל, ברבעון השלישי של שנת 2016 חלה עלייה של 2.3% במחירי הדירות (ארבעה חדרים) לעומת הרבעון השני של 2016 ועלייה של 9% לעומת הרבעון מקביל אשתקד (דירות 4 חדרים). יש לציין כי נתוני הלמ"ס מצביעים על ירידה של 2% במחירי הדירות לעומת רבעון שני 2016 ועלייה של כ-1% בשנה האחרונה.

על פי הלמ"ס, נכון לאוגוסט 2016, מלאי דירות החדשות שנותרו למכירה הוא כ-28.8 אלף יחידות דיור, רמת שיא לעומת שנים קודמות, ועלייה משמעותית של כ-12% לעומת אוגוסט 2015. במקביל אנו רואים עלייה עקבית בשנת 2016 של חודשי היצע² ל-12.2 באוגוסט 2016 לעומת 9.6 באוגוסט אשתקד. מנגד, במחצית הראשונה של 2016 חלה ירידה של כ-7% בהתחלות הבנייה וירידה של כ-11% בדירות שהסתיימה בנייתן לעומת התקופה המקבילה אשתקד. כמו כן, אי הוודאות התכנונית ששררה בשנה האחרונה לגבי אופן חישוב

¹ משרד האוצר – סקירת נדל"ן שבועית

² מספר החודשים עד גמר מלאי הדירות, לפי היקף המכירות באותו חודש.

הזכויות בתכנית תמ"א 38/2 פגעה, להערכתנו, במספר עסקאות התמ"א. יחד עם זאת, התיקון שאושר לאחרונה צפוי להגביר את קצב בקשת ההיתרים.

מכיוון שנכון להיום קצב התחלות הבנייה בשנת 2016 הוא כ-48 אלף לשנה, בדומה לקצב הגידול של משקי הבית, איננו רואים לחץ לירידת מחירים מצד ההיצע. אם תמשך מגמה של האטה בהתחלות הבנייה ייתכן כי אף נראה לחץ לעליית מחירים, בין היתר בשל ביקוש קשיח לדיור.

אנו מעריכים כי הפעילות המשקית והאינפלציה הנמוכה ימשיכו לתמוך במדיניות מוניטרית מרחיבה של בנק ישראל הכוללת שיעור ריבית נמוך. למרות העלייה בריבית המשכנתאות, עלויות האשראי עדיין יוותרו נמוכות בהשוואה היסטורית וימשיכו לתמוך בביקוש לדיור בשנת 2017. כמו כן, בחודשים ינואר-אוגוסט 2016 ניתנו היתרי בנייה בהיקף של כ-38 אלף יחידות דיור, כ-4.5% יותר מבתקופה מקבילה אשתקד, דבר שצפוי לתמוך בהרחבת ההיצע העתידי.

התרחבות תופעת קריסתן של חברות קבלניות צפויה להוביל להתארכות נוספת של משך הבנייה ולהתייקרות עלויות הבנייה בטווח הקצר. מנגד, כניסתן הצפויה של שש חברות בנייה זרות שנבחרו על ידי משרד הבינוי והשיכון עשויה לקזז את ההשפעה בטווח הבינוני.

להערכתנו, תכניות הממשלה להקל על מחוסרי דיור לרכוש דירה ראשונה, בין היתר על ידי מיסוי משקיעים, עשויות למתן במידה מסויימת את קצב עליות המחירים בטווח הזמן הבינוני אם נראה עלייה משמעותית בקצב שיווק הדירות במסגרת בתוכנית "מחיר למשתכן". יחד עם זאת, בשל תהליכי התכנון והרישוי הארוכים עדיין, אשר משפיעים לשלילה על קצב מתן היתרי הבנייה, המחסור הקיים בפועל בניין וקריסת חברות ביצוע אשר מובילים להתארכות זמן הבנייה וסביבת הריבית הנמוכה התומכת בביקושים, אנו מעריכים כי בשנה הקרובה עדיין נראה מגמה של המשך עליות מחירים.

בהיבט הדירוגי, אנו צופים שחיקה מסויימת בשיעורי רווחיות של החברות היזמיות בטווח של שלוש-ארבע שנים לנוכח העובדה שמרבית הקרקעות משווקות תחת תוכנית מחיר למשתכן המאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים יחסית של כ-10%. מנגד, להערכתנו יהיו ביקושים ערים לדירות בתכנית וצפי לשיעורי מכירה גבוהים, אך אנו עדיין מעריכים כי תהיה עלייה מסויימת בסיכון הענפי. אנו צופים יתרונות לחברות יזמיות עם זרוע ביצוע ונותנים משקל לסינרגיה בהערכת הפרופיל העסקי.

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

אייל עברון, אנליסט בכיר, צוות הנדל"ן
עופר עמיר, מנהל צוות הנדל"ן S&P EMEA וצוות דירוגי החברות בישראל

התעוררות בשוק ההנפקות האמריקאיות בהמשך למגמה החיובית בענף הנדל"ן המניב האמריקאי

הנפקות אג"ח

בשבועות האחרונים אנו רואים התעוררות בקרב חברות אמריקאיות המעוניינות להנפיק אג"ח בישראל לאחר מספר חודשים שבהם חלה האטה משמעותית בהנפקות האמריקאיות שנבעה בעיקר מקריסת חברת הנדל"ן היזמית הקנדית אורבנקורפ וכן מחשש של המשקיעים מהאטה בקצב מכירת דירות היוקרה וממצב נזילותה של חברת הייזום אקסטל. בשנת 2016 הנפיקו שלוש חברות נדל"ן אמריקאיות חדשות סכום כולל של כ-1.82 מיליארד \$. אנו מעריכים שבחודשים הקרובים ינסו מספר חברות נוספות להנפיק אג"ח לראשונה בישראל.

בחירתו של דונלד טראמפ לנשיא ארה"ב

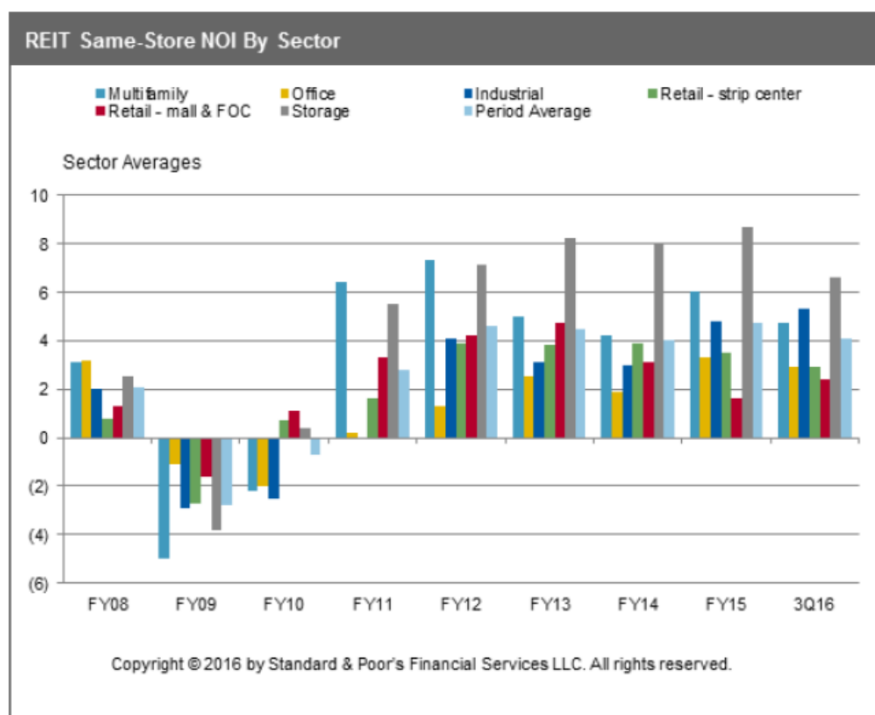
אנו מעריכים כי בחירתו של דונלד טראמפ לנשיא ארה"ב יוצרת הזדמנות לחזק את הכלכלה האמריקאית במספר אופנים, כולל רפורמה במס, השקעה מוגברת בתשתיות, מדיניות אנרגיה ועוד. לאור הצהרותיו של הנשיא הנבחר צפויה מדיניות פיסקלית מרחיבה שתתבטא בהגדלת ההשקעה בתשתיות (באמצעות הגדלת החוב) תוך קיצוץ במיסים (כולל מס החברות), שעשויה להוביל להעמקת הגירעון הממשלתי, לעלייה בציפיות לאינפלציה ולהעלאת ריבית. אנו מעריכים כי בטווח הקצר-בינוני שיעורי הריבית, גם אם יעלו, ימשיכו להיות נמוכים בהשוואה לשנים שלפני המשבר הכלכלי, כך שעלויות האשראי הנמוכות ימשיכו לתמוך בפעילות חברות הנדל"ן האמריקאיות.

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 בענף הקמעונאות, בין היתר לאור הצמיחה המהירה של תופעת המסחר האלקטרוני (e-commerce).

אנו מעריכים כי בשנת 2016 נראה צמיחה ב-NOI מנכסים זהים בשיעור ממוצע של כ-4%, קצב נמוך מעט בהשוואה ל-2015 (כ-4.7%). זאת לאחר שב-2015 היינו עדים לצמיחה משמעותית ב-NOI מנכסים זהים בסגמנטים דיור (multifamily) ואחסון (storage) וכן לצמיחה נאה בסגמנטים קמעונאות ומשרדים על אף החולשה של מספר רשתות קמעונאיות בארה"ב.

גרף 1: התפלגות השינוי של ה- NOI בנכסים דומים



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 יישמרו הצמיחה בשכ"ד והיציבות בשיעורי התפוסה הגבוהים בשוק ההשכרה למגורים בעיר ניו יורק, לאור העובדה כי היצע הדירות להשכרה במרבית האזורים בעיר ממשיך לפגר אחרי הביקוש. מגמה זאת מהווה גורם תומך בהערכת סיכוני האשראי של החברות המדורגות. בכמה שכונות בעיר הסתיימו לאחרונה מספר פרויקטים בהקמה לצורך השכרה, שאנו מעריכים כי שכר הדירה בהם גבוה מהשכ"ד החציוני, אשר יצרו לחץ על שכ"ד באזור ולהערכתנו אינם מייצגים את מרבית האזורים בעיר.

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. שיעורי התפוסה ברבעים העיקריים עומד כיום על 96%-97%. שיעורי התפוסה הגבוהים לאורך זמן מחזקים את המשך מגמת העלייה בשכר הדירה.

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

התרחבות מאסיבית של רשתות הדיסקאונט מובילה לשחיקה פרמנטית ברווחיות ובביצועים התפעוליים

אנו ממשיכים להעריך את ענף קמעונאות המזון כענף בעל סיכונים גבוהים יחסית המאופיין בתחרות אינטנסיבית. שינוי במערך הכוחות בענף ברבעונים האחרונים וקניבליזציה עצמית של רשתות הדיסקאונט הובילו לשחיקה בשיעור ה-EBITDA שלהן לרמה ממוצעת של כ-4% ואף נמוך מכך.

שנת 2016 אופיינה כשנת מעבר בה הוסרה אי הוודאות שנגעה לפירוק מגה. נתח השוק של מגה עבר בעיקר לרשתות הדיסקאונט, שגם פתחו סניפים חדשים וביצעו רכישות ומיזוגים של רשתות קיימות. בענף התהוו ארבעה שחקנים עיקריים: שופרסל, יינות ביתן, רמי לוי ופרשמרקט (לאחר שרכשה בחודש נובמבר את רשת מחסני להב). אנו מזהים כי רשתות אשר הכפילו את מספר הסניפים שלהן בפרק זמן קצר מאוד, הציגו ירידה בשיעור ה-EBITDA, במכירות למ"ר ובמכירות בסניפים זהים. זאת בשל התחרות העזה, הקניבליזציה העצמית ועלויות המיזוג וההשקעה הגבוהות.

על מנת להתמודד עם התחרות והשינויים הרגולטוריים בענף (חוק המזון, העלאת שכר המינימום), יישמו החברות תכניות התייעלות, שהחלו להניב פירות בשנת 2016 וקיזזו חלק מהשחיקה ברווחיות. שופרסל למשל ביצעה תכנית התייעלות רוחבית ואופקית, ורמי לוי וויקטורי שיפרו תנאי סחר עם ספקים, העמיקו את היבוא המקביל ושדרגו את מערך הלוגיסטיקה שלהם. המותג הפרטי ופלטפורמת האון-ליין ממשיכים להוות מנועי צמיחה מרכזיים של הרשתות, בדומה למגמות הכלל-עולמיות, וניכר כי הן משקיעות הרבה בהרחבתם וייעולם כמענה לשינוי בהעדפות הצרכנים ולתחרות בענף.

להערכתנו, שיעור ה-EBITDA המדווח של רשתות הדיסקאונט לא יחזור לרמות שראינו בשנים 2011-2014 ויישאר נמוך מ-4%. אנו סבורים, כי ההתרחבות המסיבית של רשתות הדיסקאונט תצריך מוטת ניהול רחבה יותר שתביא לגידול בהוצאות הנהלה וכלליות. מצד שני, בשנים 2017 ואילך צפוי להתמתן קצב פתיחת הסניפים של רשתות הדיסקאונט, בעיקר בשל רוויה בשוק אך גם בשל שינוי מסוים בדפוס הקנייה של הצרכנים (מעבר לרכישה מקוונת וצמצום סל הקניות), דבר שיקזז במידת מה את קצב ההוצאות לעומת השנים 2015-2016.

לגבי קטגוריית סניפי העיר, אנו מניחים כי השחקן השני בגודלו כיום בשוק, יינות ביתן, שרכש את פעילות מגה, יידרש להשקיע משאבים רבים במיזוג החנויות, בין היתר בשיפוץ הסניפים ובשיפור המיתוג הנוכחי של החנויות. כמו כן הוא מחויב להסכמי ההעסקה והשכירות הקיימים שאין ביכולתו להוזיל. לכן, להערכתנו, לא צפויה בשנה הקרובה מלחמת מחירים אגרסיבית במגזר סניפי העיר שבו דמי השכירות למ"ר יקרים יותר מאשר ברשתות הדיסקאונט, ושיעורי הרווחיות בקטגוריה זו יהיו מעט יותר יציבים. יחד עם זאת, אנו מעריכים כי בטווח הבינוני נראה התרחבות של חברות דיסקאונט לתוך הערים, שינוי שיוסיף נדבך חדש לתחרות בענף, בעיקר עבור שופרסל ויינות ביתן, השחקנים הגדולים ביותר בקטגוריית סניפי העיר.

תמר שטיין, אנליסטית בכירה, חברות תקשורת
עופר עמיר, מנהל צוות הנדל"ן S&P EMEA וצוות דירוגי החברות בישראל

תחרות מתמשכת במרבית תחומי הפעילות מובילה להמשך שחיקה ברווחיות; התמתנות בקצב הנטישה

אי הציבות בכל תחומי שוק התקשורת הישראלי, הנובעת בעיקר מהתחרות המתמשכת ומהרגולציה הקיימת, המשיכה גם בשנת 2016. כתוצאה מכך, ממשיכות שחקניות הסלולר המובילות להתרחב לתחומים משיקים על מנת לשפר את המיצוב התחרותי באמצעות הצעת חבילת תקשורת משולבת כדוגמת כניסה לשוק הטלוויזיה, פיתוח השוק העסקי ועוד.

אנו מחלקים את שוק התקשורת לשלושה מגזרים עיקריים: סלולר, שוק קווי/תשתית ושירותי טלוויזיה. במהלך השנה חלו תמורות בכל אחד מהמגזרים אשר השפיעו לשלילה על הרווחיות התפעולית וההכנסות של השחקניות בשוק.

שוק הסלולר³

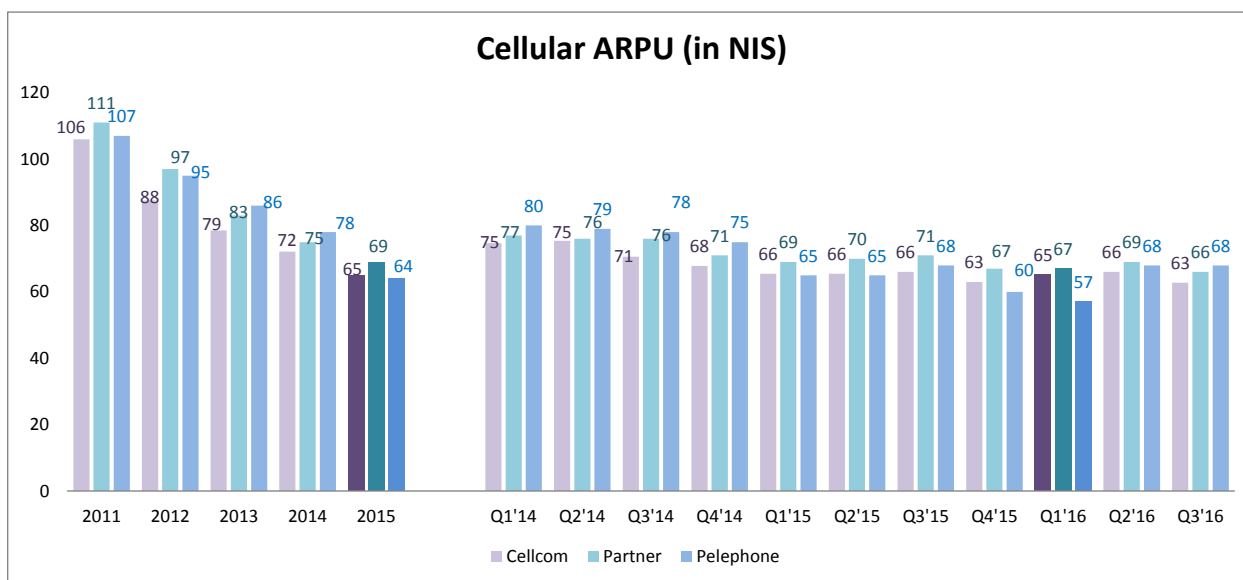
נכון לרבעון השלישי של 2016, איננו רואים שינוי מהותי בשיעור הנטישה בחברות הסלולר, והוא עדיין עומד על 6%-10% בדומה לתקופה המקבילה אשתקד. נתח השוק של החברות המובילות – סלקום, פרטנר ופלאפון – לא השתנה מהותית במהלך השנה. הוט מובייל ממשיכה במגמתה החיובית של גיוס לקוחות נטו, בין היתר, להערכתנו, על חשבון גולן טלקום. כמו כן, אנו רואים המשך מגמת שחיקה ב-ARPU (הכנסה ממוצעת ללקוח), בתשעת החודשים הראשונים של 2016, בעיקר בהוט מובייל ובפרטנר. כתוצאה מכך נמשכת ההתדרדרות בביצועים התפעוליים של רוב החברות (בניטרול אירועים חד פעמיים), כולל קיטון בהכנסות המצרפיות ושחיקת הרווח התפעולי.

כצפוי, סאגת גולן טלקום טרם באה לסיומה. אנו מעריכים כי תוצאות סלקום עשויות להיפגע בטווח הקצר בשל אובדן הכנסות מגולן טלקום במרבית התרחישים האפשריים (רכישה מלאה או חלקית של גולן על ידי שחקן חיצוני ו/או מחיקת החברה).

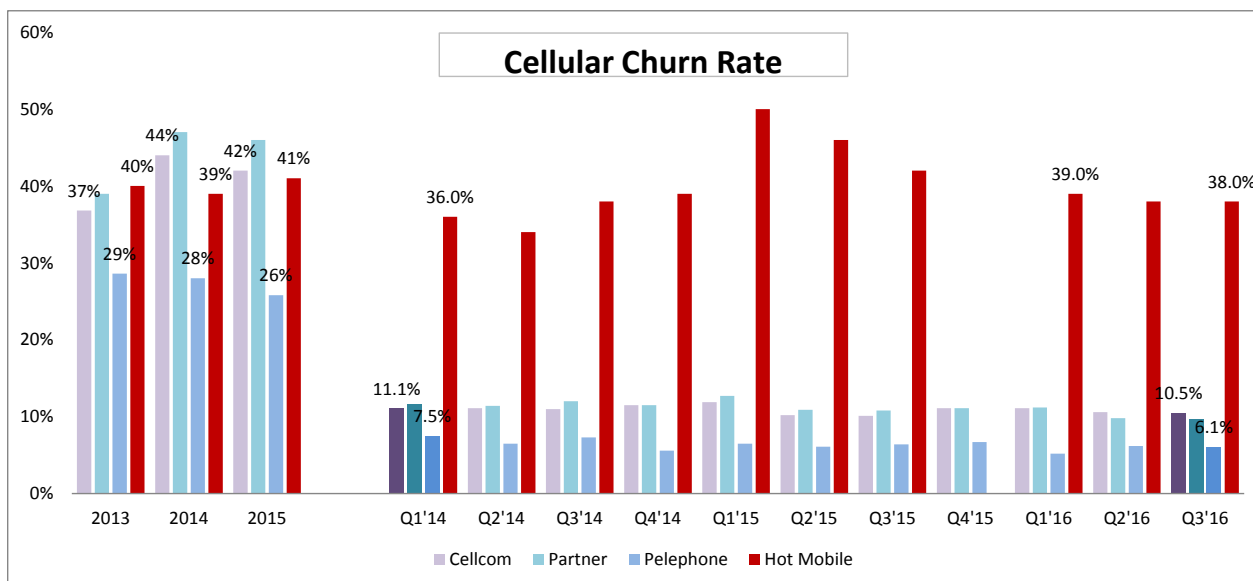
אנו מעריכים גם כי יציאה אפשרית של גולן טלקום מהמשחק ובמקביל כניסה אפשרית של שחקן נוסף לשוק לא תביא למהפכת מחירים משמעותית בטווח הבינוני. בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים כי בשנת 2017 לא תחול ירידה נוספת ברמות המחירים, ושה-ARPU הממוצעת תתייצב ברמתה הנוכחית ועדיין תיותר נמוכה מרמות ה-ARPU באירופה.

³ נתוני שוק הסלולר אינם כוללים את נתוני גולן טלקום בשל היעדר מידע זמין.
8 | דצמבר 2016

גרף 2: התפלגות הכנסות ממוצעת ללקוח (ARPU) בשנים 2011 רבעון שלישי 2016



גרף 3: התפלגות שיעורי נטישה בשנים 2013 רבעון שלישי 2016



שוק קווי ותשתית

השנה חווה השוק את קשיי הטמעת השלב הראשון של השוק הסיטונאי, ואנו מניחים כי השלב הבא, הכולל את החלת השוק הסיטונאי על הטלפוניה, יחול באמצע 2017. החלת רפורמת השוק הסיטונאי הקטינה אמנם במידה מסוימת את מספר לקוחותיה של בזק, אך היא מיטיבה עמה בעקיפין עם קבלת תשלום עבור השימוש בתשתית ובשל הצפי לירידה בהוצאות עם ביטול ההפרדה המבנית. תרחיש הבסיס שלנו מניח חיסכון עלויות בקבוצת בזק כתוצאה מביטול ההפרדה המבנית בבזק בהדרגה עד שנת 2018.

השנה המשיכה סלקום לבסס את מעמדה בשוק הטלוויזיה. כניסתה המתוכננת של פרטנר לתחום ב-2017 איננה צפויה, להערכתנו, להביא בשורה של ממש לשוק או להגביר באופן ניכר את התחרות.

ב-2016 נכנס גם תחום זה תחת מטריית הרגולציה, ורפורמת שיתוף תכני ספורט העומדת על הפרק עשויה להוביל להורדת מחירים מסוימת. אנו מניחים כי תימשך התחרות בחברות הכבלים והלוויין, הן מצד חברות תוכן בידורי אחרות והן כתוצאה מהתרחבות אופציות צפייה נוספות. אולם, בניגוד למהפך שעבר שוק הסלולר, איננו צופים שיחול שינוי משמעותי ברמות המחירים של המתחרות הוותיקות, ולו בשל ההשקעות המסיביות בתוכן שתחום זה דורש אשר מהוות חסם כניסה מהותי ומגבילות את יכולת המתחרים לפתוח במלחמות מחירים משמעותיות.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי שוק התקשורת ימשיך להתאפיין בחוסר יציבות בשנת 2017 כתוצאה מתחרות מתמשכת בכל מגזרי הפעילות והמשך פיקוח רגולטורי. אנו רואים צורך בביצוע השקעות, בין היתר לצורכי תשתיות, הגדלת רוחבי פס ותוכן בידורי. יחד עם זאת, אנו מניחים כי החברות הפועלות בשוק ישקיעו, לפחות בשנה הקרובה, בעיקר בתוכן הטלוויזיוני ופחות בצרכים טכנולוגיים. בהמשך נראה גם השקעות בטכנולוגיות מהירות גלישה.

ענף הכימיקלים

מתן בנימין, מנהל תחום תעשיות כבדות והי-טק

תנאי שוק קשים וגל של מיזוגים ורכישות משנים את כללי המשחק העולמי ויוצרים מציאות מאתגרת עבור השחקניות הישראליות בענף

שנת 2016 הייתה שנה מאתגרת במיוחד עבור החברות בתחום האגרוכימיה. אנו ממשיכים להעריך שענף האגרוכימיה מושפע לאורך זמן לחיוב ממגמה ארוכת טווח של גידול בביקושים, על רקע הצמיחה העיקבית באוכלוסייה העולמית והמרוץ המתמשך להגברת הפריון החקלאי. על אף האמור, חוסר איזון בין היצע לביקוש, סיכוני שער חליפין ורמת מחירים נמוכה של הסחורות החקלאיות היו בין הגורמים שהפכו את שנת 2016 למאתגרת במיוחד עבור החברות הפועלות בשוק האגרוכימיה.

על רקע תנאי השוק המאתגרים, אנו עדים לגל יוצא דופן בהיקפו של מיזוגים ורכישות (M&A) בענף בין חברות המייצרות זרעים, דשנים וכימיקלים אחרים לחקלאות, אשר להערכתנו עשוי לשנות את פניו של ענף האגרוכימיה הגלובלי. אחת העסקאות הבולטות שהוכרזה (אך טרם הושלמה) ושעשויה לשנות את פניו של הענף הוא המיזוג המוצע בין שני קונגלומרטים אמריקאים, דאו כימיקלים (The Dow Chemical Co./BBB/Dev) ודופונט (E.I. DuPont De Nemours & CO./A-/Watch Neg), עסקה בהיקף של כמעט 130 מיליארד דולר. מיזוג זה, אם יצא לפועל, יהיה המיזוג הגדול ביותר שידע הענף אי פעם. לאחר המיזוג מתכננות החברות לפצל את עסקי החקלאות המשותפים לישות עסקית נפרדת. עסקאות גדולות אחרות העומדות על הפרק ועשויות להכות גלים בענף כוללות חברות באירופה, ארה"ב, קנדה ואסיה, וחלקן כרוכות במיזוגים בין חברות במדינות וביבשות שונות. לדוגמה, חברת כמצי"ינה (China National Chemical Corp./BBB/Stable), הנמצאת בבעלות ממשלת סין, פועלת להשלמת הרכישה של חברת סינג'נטה השווייצרית (Syngenta AG/A+/Watch Neg), ובאייר

הגרמנית (Bayer AG/A-/Watch Neg) מתכננת לרכוש את מונסנטו האמריקאית (Monsanto /BBB/Watch Pos) (Co.). עסקה מהותית נוספת בתחום הדשנים שייתכן שתושלם בשנת 2017, היא המיזוג המתוכנן בין פוטאש (Potash Corp Of Saskatchewan/BBB+/Stable) ואגריום (Agrium Inc./BBB/Watch Pos).

להערכתנו, מהלכי ה-M&A עשויים לתמוך באיכות האשראי של חלק מהחברות בענף, אך יגדילו את אי הוודאות בחברות אחרות. היות שבעסקאות ה-M&A המתוכננות מעורבות כמה מהשחקניות הגדולות בענף, אנו עשויים לראות בסופו של הגל מספר קטן יותר של חברות מובילות בשוק הגלובלי, אך חזקות וממוקדות יותר. המיזוגים עשויים לחזק את פרופיל הסיכון העסקי של החברות המעורבות בו, את היתרון התחרותי שלהן (באמצעות חיזוק יכולות המו"פ) ואת יכולתן לפתח ולהשיק מוצרים חדשים. המיזוגים עשויים גם לחזק את מבנה ההון בענף ולשפר את יכולות גיוס ההון של החברות לצורכי מו"פ ואת יכולתן להשיג אישורים רגולטורים. מאידך, הם עלולים להגביר את הפיקוח הרגולטורי, להקשות על כניסה לשוק של חברות חדשות או קטנות יותר, ולהגביר את הלחץ התחרותי על חברות קטנות ומקומיות.

שנת 2016 הייתה שנה מאתגרת גם עבור השחקניות הישראליות בתחום, כימיקלים לישראל בע"מ ("כיל", BBB-/Stable/ilAA/Stable) ואדמה פתרונות לחקלאות בע"מ ("אדמה", ilAA-/Stable).

כיל סבלה השנה מירידה במחירי האשלג שנבעה בין היתר מחוסר איזון בין ההיצע לביקוש הקשור לכניסה של כושר ייצור חדש לענף ב-2017-2018. היות שאנו מעריכים שחוסר האיזון בין ההיצע לביקוש צפוי להימשך, אנו סבורים שהמחירים לא יעלו באופן משמעותי בהשוואה לרמתם הנוכחית עד שנת 2018. בתגובה לתנאי השוק המתגרים, החליטה הנהלת כיל לנקוט במספר צעדים, ביניהם צמצום חלוקת הדיבידנדים, קיצוץ בעלויות והפחתת השקעות הוניות (capex).

אנו מעריכים שיתכן שהפעולות האמורות יתרמו להורדת רמת המינוף של כיל בטווח הבינוני/ארוך. להערכתנו, אם יושלם, המיזוג המתוכנן בין פוטאש לאגריום ישפר את מעמדה התחרותי של החברה המאוחדת, אך אינו צפוי לשנות באופן מהותי את הדינמיקה בענף הדשנים אשר מתאפיין בריכוזיות גבוהה כבר כיום.

הביצועים התפעוליים ויחסי כיסוי החוב של אדמה נשארו יציבים יחסית בשנת 2016, למרות תנאי השוק המתגרים ובעיקר הירידה שחלה במחירי הסחורות החקלאיות. אנו ממשיכים להעריך כי החברה תוכל לשמור על מעמדה ועל שיעורי הרווחיות שלה בטווח הקצר והבינוני. בעת הנוכחית קיימת אי ודאות לגבי השלמת חלק מהמיזוגים והרכישות שתוארו לעיל וטרם ניתן להעריך כיצד ישפיעו העסקאות על החברות מהמעגל השני, שאליו ניתן לשייך את חברת אדמה. כאמור, באחת העסקאות שצוינו לעיל מעורבת חברת כמצי"נה, בעלת השליטה באדמה. בשלב זה הצעתה לרכוש את סינג'נטה טרם הושלמה, אך אם זאת תתקדם, יגבר חוסר הוודאות לגבי האסטרטגיה של כמצי"נה ביחס להחזקת שתי החברות מתחרות במקביל. עד כה אין כל אינדיקציה לשינוי במדיניות או במעמדה של אדמה ועל כן אנו מעריכים שהיא תמשיך לפעול כחברה עצמאית. אם הרכישה תאושר ובמקביל תובהר מדיניות של כמצי"נה ביחס להחזקה באדמה, ייבחן הדירוג מחדש. כמו כן, בכוננתנו להמשיך ולעקוב אחר ההתפתחויות בענף והשפעתן על אדמה.

סביבת הריבית הנמוכה והשפעה גוברת של מהלכים רגולטוריים יעיבו על רווחיות הענף בתקופה הקרובה. במקביל, הענף יידרש לחיזוק ההון לקראת היישום המתקרב של משטר סולבנסי 2

סביבת ריבית נמוכה, יחד עם המשך השפעה של מהלכים רגולטוריים, צפויים להמשיך ולהשפיע על ענף הביטוח במהלך שנת 2017. במקביל, הענף יידרש לחזק את הון העצמי לקראת יישום הדרגתי של משטר כושר הפירעון מבוסס סולבנסי 2 החל מה-1 בינואר, 2017.

סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות פגעה בענף הביטוח. במהלך שנת 2016 הביאה ירידה נוספת של עקום התשואה חסרת הסיכון להגדלה משמעותית בהתחייבויות הביטוחיות על חשבון הרווחיות השוטפת. עיקר ההשפעה ניכר בחברות הביטוח מוטות פעילות ביטוח חיים, המצריכה שמירת רזרבות בהיקפים משמעותיים לטווחים ארוכים. אנו מעריכים כי אם נראה עליית תשואות, הדבר צפוי להיטיב עם הענף, שכן נוכל לראות שחרור של הכספים שהופרשו לצורך הגדלת העתודות חזרה לשורת הרווח. השפעה זו עשויה לגבור על השפעת הפסדי ההון בצד הנכסים שגם היא תהיה תוצאה של עליית הריבית, וזאת בשל מח"מ התחייבויות ארוך יותר.

אנו מעריכים כי רווחיות ענף הביטוח צפויה להמשיך להיות מושפעת ממהלכים רגולטוריים, שמטרתם להגביר את השקיפות והתחרותיות בענף. הכנסת פוליסת ניתוחים אחידה בביטוחי הבריאות, הפחתת תעריפים בביטוח רכב חובה והשקת קרנות פנסיה "ברירת מחדל" בדמי ניהול נמוכים מאוד עלולות לפגוע ברווחיות של ענפים אלו. ההשפעה של השקת קרנות פנסיה ברירת מחדל הינה מהותית להערכתנו, וצפויה להוביל לירידה בגובה דמי הניהול הממוצעים בענף הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים קיים. נציין כי ענפי הבריאות והפנסיה היו בשנים האחרונות מנועי הצמיחה העיקריים של ענף הביטוח, לעומת ענף ביטוח החיים מוטה הרגולציה וענף הביטוח הכללי התחרותי והרווחי. ככל שנראה התמתנות בשיעורי הצמיחה וירידה ברווחיות, ייתכן שחברות הביטוח יאלצו לחפש מנועי צמיחה חדשים וכן להתאים את צד ההוצאות, ובעיקר את עלויות ההפצה, להערכתנו.

במקביל להתמודדות עם סביבת הריבית הנמוכה וההשפעה גוברת של מהלכים רגולטוריים על רווחיות הענף, חברות הביטוח צפויות להתחיל בתהליך אימוץ משטר כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2 החל מה-1 בינואר, 2017. סולבנסי 2 מביא לשינוי חישוב ההון הרגולטורי הנדרש, אשר יחושב בהתאם למאפייני הסיכון, וכן לשינוי אופן החישוב של ההון הקיים, תוך חישוב ההתחייבויות בשווי הוגן, מתוך ראייה כלכלית יותר. כתוצאה מכך אנו מעריכים כי ענף הביטוח יידרש להגדלה משמעותית של רמות ההון, וזאת בפרק זמן של כשנתיים, עד לאימוץ מלא. להערכתנו, דרישה זו צפויה להיות מאתגרת בסביבת הריבית הנמוכה ובהתחשב בסביבה רגולטורית שבה החברות מתקשות לשמור על היקפי רווחיותן. דרישות ההון בגין סיכונים אריכות חיים ותחלואה וסיכון הביטולים ודרישת ההון על החזקה במניות הן המשמעותיות ביותר, ואתגר הגדלת ההון הינו משמעותי יותר עבור החברות שיש להן חשיפה משמעותית לסיכונים אלו. 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 לא נראה חלוקת דיבידנדים בענף בשנים הקרובות, עם ההגבלה הרגולטורית לעמידה ביחס כושר פירעון מינימלי משמעותית מעל 100% לצורך החלוקה.

מעבר לאתגר המידי שבהגדלת ההון הניכרת, אנו סבורים כי יישום סולבנסי 2 יחזק את הלימות ההון של הענף ויוביל להקצאת הון יעילה יותר מאחר שההון יחושב בהתאם למאפייני הסיכונים אליהם חשופות החברות, בין אם של המוצרים הביטוחיים ובין אם של תיק ההשקעות. כמו כן, יישום משטר הסולבנסי צפוי לחזק תהליכים פנימיים בחברות הביטוח, כגון ניהול סיכונים ובקורות פנימיות. בטווח הבינוני-ארוך אנו צופים כי יציבותן של החברות בענף תתחזק כתוצאה מכך.

בנקים

בני פאר, אנליסט בכיר, בנקים

הסביבה המקרו-כלכלית בשנת 2016 הייתה דומה לזו של 2015, כולל צמיחה מתונה יחסית, ביקוש חלש יחסית לאשראי מצד הסקטור העסקי, המשך ביקוש מוגבר למשכנתאות וסביבת ריבית ואינפלציה נמוכות. בנוסף, המלצות הוועדה להגברת התחרות במערכת הבנקאות והטלת מגבלות שכר על המערכת הפיננסית היו במוקד תשומת הלב הן במערכת הבנקאית והן בגופי הרגולציה השונים, וצפויות להמשיך וללוות אותנו לפחות בתחילת 2017.

הבנקים הגדולים הציגו שיעורי צמיחה נמוכים יחסית, בין היתר בשל הצורך לעמוד ביחסי הון רגולטוריים מוגדלים בתחילת 2017, דבר שנוצל על ידי הבנקים הבינוניים לצמיחה מואצת יחסית באשראי לחברות קטנות ובינוניות. כלל הבנקים המשיכו להגדיל את חשיפתם לאשראי קמעונאי ומשכנתאות, מגמה שלהערכתנו צפויה ללוות אותנו גם ב-2017. בנוסף היינו עדים להמשך מאמצי התייעלות התפעולית של המערכת, בין השאר לאור האפשרות לקבל הקלות לעניין יחס ההון הרגולטורי כתלוי בהתייעלות הבנקים, דבר שלהערכתנו ימשיך להיות במוקד גם ב-2017.

בהינתן העמידה בדרישות ההון המוגדלות, אנו צופים שבשנת 2017 יחזרו חלק מהבנקים לחלק דיבידנדים, גם אם בשיעור נמוך יחסית, ובנקים המחלקים דיבידנדים יגדילו את שיעור החלוקה שלהם.

ב-2016 היינו עדים לגיוסים ראשונים של מכשירי הון היברידיים העומדים ברוח תקנות באזל 3 (הכוללים מאפיינים של נדחות וכן אפשרות למחיקת או המרת הקרן בהתרחשות אירוע טריגר), מגמה שלהערכתנו צפויה להתחזק בשנת 2017 ומעבר לה, עם המשך השחיקה בהכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 הישנים.

מעבר לכך, אנו מעריכים כי הבנקים ימשיכו להיות שחקנים דומיננטיים בגיוס חוב ארוך טווח, במסגרת ההיערכות לדרישות הנזילות של בזל 3, וכן לצורך גיוס מקורות ארוכי טווח למימון פעילות המשכנתאות.

שנת 2017 עשויה גם להיות השנה בה יסיימו חלק מהבנקים (הפועלים ומזרחי) את הליכי החקירה מול הרשויות האמריקאיות לעניין פעילותם מול לקוחות אמריקאים, וכן נדע מה גודל הקנס שייאלצו לשלם בגין פעילות זו, אם בכלל.

הערכתנו לגבי רווחיות המערכת הבנקאית לא השתנתה והיא תמשיך להיות מושפעת ב-2017 מתנאי המקרו המאתגרים ומסביבת הריבית הנמוכה, 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. יישום מסקנות הוועדה להגדלת התחרותיות בענף הבנקאות המקומי עשוי להוביל לכניסה של שחקנים חדשים שיתמודדו על רכישת חברות כרטיסי האשראי שיופרדו מצמד הבנקים הגדולים, אך להערכתנו כניסת שחקנים אלה לא תתרחש בשנה הקרובה.

אנו מעריכים כי ההפרשות להפסדי אשראי יגדלו בשנת 2017 בהשוואה לרמה הנמוכה יחסית שנרשמה בשנים 2015 ו-2016, בין השאר משום שאיננו סבורים שקצב הגבייה הנוכחי של המערכת הוא בר קיימא. ההפרשות צפויות עדיין להיות ברמה הניתנת להכלה.

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. אנו מעריכים כי הסביבה הכלכלית המתגרת, 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 החמרת 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 בשל התדרדרות המצב בשווקים הגלובליים ובין בגין התדרדרות מקומית במצב הביטחוני-מדיני, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על דירוגי הבנקים המקומיים. תרחיש של עזיבת מנהלים בכירים את הבנקים על מנת להימנע מפגיעה בתנאי שכרם ובזכויות שצברו בשל מגבלות השכר החדשות עשוי להיות בעל השלכות שליליות גם כן על הערכתנו את דירוגי הבנקים המקומיים, אך להערכתנו סיכון זה נמוך.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערות, תוצרי תוכנה /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.