

# זרקור ענפי: סיכום מחצית ראשונה 2017 ומבט קדימה

---

יוני 2017  
מגמות אשראי

## תוכן עניינים

---

נדל"ן  
קמעונאות מזון  
תקשורת  
בנקאות  
ביטוח

## נדל"ן מניב

הילה פרלמוטר, ראש תחום נדל"ן מניב וקמעונאות מזון

### שנים של מיחזורי חוב בריביות נמוכות הכינו את החברות לקראת ירידה אפשרית בדמי השכירות

לאחר שנים של עלייה מתמדת, אנחנו מתחילים לראות סימנים להתמתנות בדמי השכירות ואף לירידות בנכסים מסוימים. מנגד, שיעורי התפוסה נשמרו, הפדיונות במרכזי מסחר מובילים ואיכותיים גדלו, וקיימת תנופת בנייה ערה במגזר המשרדים המלווה בשיעורי השכרה מקדמיים יפים. יחס כיסוי הריבית, מהאינדיקטורים המובילים בדירוג חברות נדל"ן מניב, ממשיך להיות חריג לטובה בזכות הורדות מינוף ומיחזורי חוב בריביות נמוכות שנעשו בשנים האחרונות. להערכתנו, גם אם תחול עלייה של 1%-2% בעלויות המימון, בין בשל אינפלציה ובין בשל עלייה בשיעור הריבית, ימשיך יחס הכיסוי לתמוך בדירוגים הנוכחיים, אך הדבר עלול ליצור לחץ שלילי על הדירוגים שבקטגוריות הנמוכות, קרי 'ilA' ומטה, בעיקר אם דמי השכירות ירדו.

במגזר מרכזי המסחר אנו ממשיכים לראות עליה ב-NOI (net operating income) של החברות המדורגות לצד התמתנות בעליית דמי השכירות בהשוואה לשנים קודמות. הקניונים המובילים הציגו עלייה ממוצעת של כ-2.8% ב-NOI, ובמרכזים פתוחים (BIG BOX) עליית ה-NOI היתה מתונה יותר, כ-1.8%. לצד היציבות היחסית ב-NOI, דמי השכירות בענף עלו באופן מתון יותר בהשוואה לשנים הקודמות, בממוצע כ-0.5%-1.0% לעומת כ-1.5% ב-2015. במרכזי מסחר ישנים יותר או שממוקמים באזורי תחרות דוגמת חיפה והקריות אנו עדים אף לירידות חדות, של 2%-9%. את הפער בין יציבות ה-NOI להתמתנות העלייה בדמי השכירות ניתן אולי להסביר באמצעות העלאת דמי הניהול על חשבון דמי השכירות בחלק ניכר מהנכסים, אך זהו הסבר חלקי בלבד, שכן גם עלויות התקורה עלו, וחלה עלייה בהקצאת שטחים לבתי קולנוע ורשתות בינלאומיות הנהנים מדמי שכירות נמוכים יותר.

אנו מעריכים כי בטווח הקרוב נמשיך לראות את השפעת עודף שטחי המסחר על דמי השכירות בענף. בטווח הבינוני-ארוך אנו מעריכים כי המסחר האלקטרוני ישנה את פני הענף וצופים כי כבר בשנים הקרובות יותר ויותר חברות נדל"ן יגדילו השקעות בפיתוח פלטפורמות מסחר מקוונות ואף ישתפו פעולה עם קמעונאים בתחום.

גם במגזר המשרדים אנו רואים מגמות דומות. ה-NOI עלה בכ-2% בממוצע בעוד שדמי השכירות עלו בכ-0.3% בלבד, וניתן לראות אף ירידות בדמי השכירות בנכסים ותיקים ואיכותיים באזורי ביקוש דוגמת הרצליה, מרכז תל אביב, רמת החייל ובני ברק. להערכתנו, בטווח הקרוב והבינוני, עם כניסתם לשיווק של שטחי משרדים נוספים, נתחיל לראות ירידה משמעותית בשיעורי התפוסה של שטחי משרדים ישנים או כאלו הנמצאים מחוץ לאזורי העסקים, ומעבר של שוכרים למגדלים החדשים יותר. כתוצאה מכך תחול ירידה משמעותית בדמי השכירות של הנכסים הפחות איכותיים, אך ייתכן שהביקוש הרב שיתהווה לנכסים מודרניים, חדישים ואיכותיים יאפשר לחברות הנדל"ן המדורגות לשמור על היקף דמי השכירות הנוכחיים לכל הפחות.

## שוק הדיור בישראל

גיל אברהמי, ראש תחום נדל"ן יזמי וקבלנות

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

### התקררות בשוק הדיור בישראל?

המשך שיווק דירות בתוכנית "מחיר למשתכן" יחד עם הצהרות משרד האוצר על תוכניות עתידיות להכבדת המיסוי על משקיעים הובילו ככל הנראה בחודשים האחרונים לירידה בכמות המבוקשת של דירות חדשות והדירו מהשוק את המשקיעים. מדד מחירי הדירות לאפריל 2017 מצביע על התמתנות בקצב עליית המחירים השנתי.

אפריל 2017 הוא החודש התשיעי ברציפות בו נרשמה ירידה בכמות המבוקשת של דירות חדשות. הכמות המבוקשת בחודשים ינואר עד אפריל 2017 עמדה על כ-14 אלף יחידות, ירידה של כ-17% לעומת תקופה מקבילה אשתקד ושל כ-6% לעומת החודשים ספטמבר עד דצמבר 2016.

הכרזת משרד האוצר על הגרלת ענק של 15 אלף דירות במסגרת תוכנית מחיר למשתכן עשויה להקטין עוד יותר הביקוש לדירות חדשות שלא במסגרת התוכנית, בעיקר מצד זכאים חסרי דיור, אך גם מצד משפרי דיור ומשקיעים שעשויים להמתין ולראות אם מגמת מחירי הדיור משתנה.

בנוסף, חל קיטון מתמשך בביקוש לדירות מצד משקיעים, כתוצאה מהצהרות משרד האוצר על תוכניות עתידיות להכבדת המיסוי (המס על דירה שלישית), מהעלאת מס הרכישה למשקיעים ביוני 2015 ומהעלייה בריבית הממוצעת על משכנתאות. משקל המשקיעים מסך העסקאות (דירות חדשות ויד שנייה) המשיך לרדת ברבעון הראשון של 2017 ועמד על 16.8% (לעומת כ-30% ביוני 2015), שפל היסטורי לפי נתוני משרד האוצר. כמו כן, בשנה האחרונה חלה ירידה עקבית במלאי הדירות המוחזק על ידי משקיעים, מגמה שהתגברה ברבעון הראשון של 2017, אז קטן מלאי הדירות המוחזקות על ידי משקיעים בכ-2,500, מספר כפול מהרבעון הקודם, לפי סקירת משרד האוצר.

מנגד, נתוני הרבעון הראשון מצביעים על ירידה בקצב התחלות הבנייה אשר עשויה להעיד על התחלת התאמת הפעילות בענף על ידי החברות היזמיות. ברבעון זה התחילה בנייתן של 12.2 אלף יחידות דיור, ירידה של כ-8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד ושל כ-10% לעומת הרבעון הקודם. אם תימשך ההאטה בהתחלות הבנייה ייתכן כי נראה לחץ לעליית מחירים, בין היתר בשל הביקוש הקשיח לדיור.

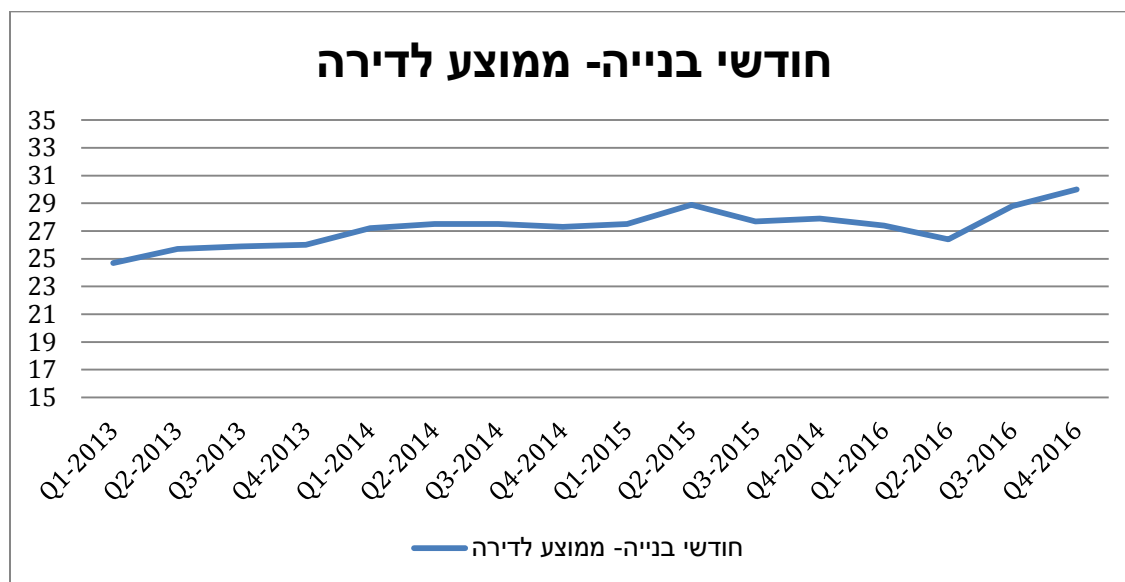
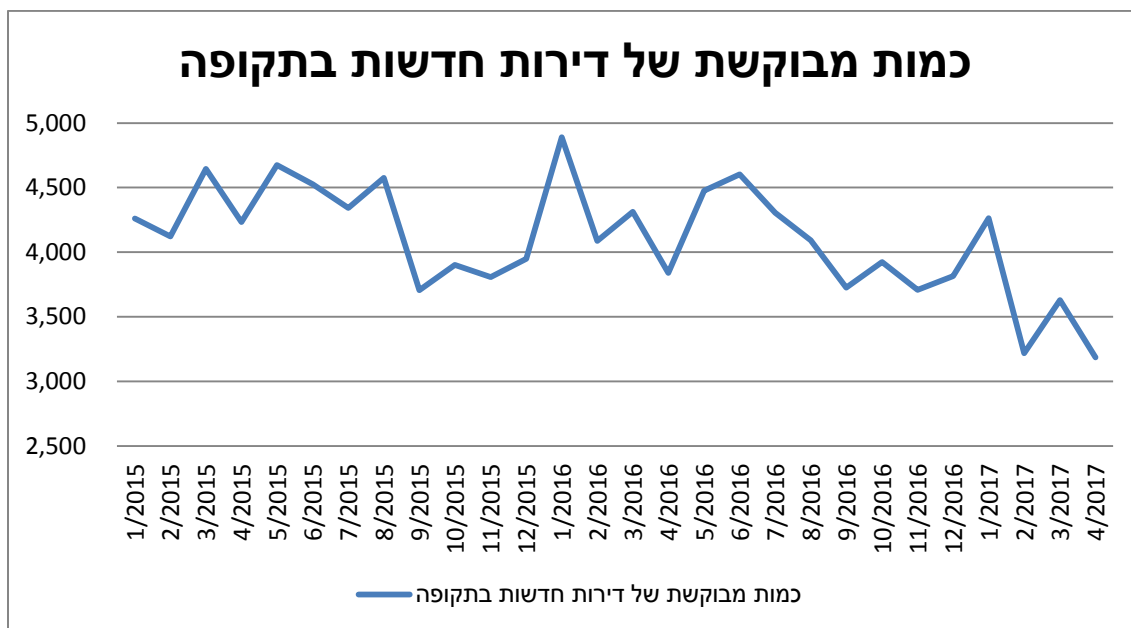
בנוסף, החל מהרבעון השני של 2016 התארך זמן הבנייה הממוצע לדירה (מ-26.4 חודשים ל-30 חודשים ברבעון הרביעי של 2016). התרחבות תופעת הקריסות של חברות קבלניות צפויה להוביל להתארכות נוספת של משך הבנייה ולהתייקרות עלויות הבנייה בטווח הקצר. מנגד, כניסתן הצפויה של שש חברות בנייה זרות שנבחרו על ידי משרד הבינוי והשיכון עשויה לקזז את ההשפעה בטווח הבינוני.

סביבת הריבית הנמוכה מאפשרת בינתיים לחברות היזמיות המובילות לשמור על מחירי הדירות במלאי ברמתן הנוכחית. דוחות הרבעון הראשון של חלק גדול מהחברות היזמיות המובילות מצביעים על שמירה על רמת המחיר הממוצעת למרות הירידה בהיקפי המכירות. יחד עם זאת, המשך קיפאון במכירות לתקופה ארוכה צפוי ליצור לחץ להורדת מחירים גם על ידי החברות המובילות.

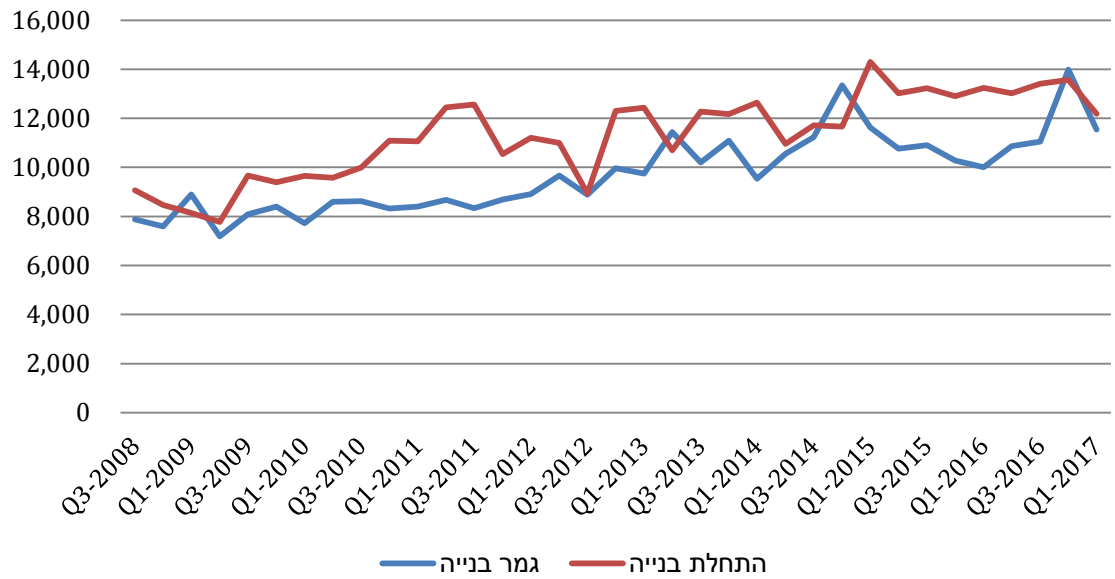
בהיבט הדירוגי, אנו צופים שחיקה מסויימת ברווחיות של החברות היזמיות בשנתיים-שלוש הקרובות לנוכח העובדה שמרבית הקרקעות משווקות תחת תוכנית מחיר למשתכן ששיעור הרווחיות עליה נמוך יחסית. מנגד, למרות ביקושים ערים לדירות בתוכנית וצפי לשיעורי מכירה גבוהים, אנו עדיין מעריכים כי חלה עלייה מסוימת בסיכון הענפי לנוכח הקיפאון

שנצפה במכירות בחודשים האחרונים. אנו צופים יתרונות לחברות יזמיות עם זרוע ביצוע ונותנים משקל לסינרגיה בהערכת הפרופיל העסקי.

במבט קדימה, אנו סבורים כי תוכניות הממשלה להקל על מצוקת הדיור, בין היתר על ידי מיסוי משקיעים, עשויות למתן במידה מסויימת את קצב עליית המחירים בטווח הבינוני. עלייה משמעותית ולאורך זמן בהיקף השיווק של דירות במסגרת תוכנית מחיר למשתכן תפעיל לחץ שלילי על מחירי הדיור. יחד עם זאת, בשל תהליכי התכנון והרישוי הארוכים והמחסור הקיים בפועלי בניין, אשר מובילים להתארכות זמן הבנייה, וסביבת הריבית הנמוכה התומכת בביקושים, אנו מעריכים כי בשנת 2017 יימשכו עליות מחירים, אך בקצב נמוך משנים עברו.



## התחלות וגמר בנייה



## קמעונאות מזון

הילה פרלמוטר, ראש תחום נדל"ן מניב וקמעונאות מזון  
תמר שטיין, אנליסטית בכירה, חברות תקשורת וקמעונאות

### סיכון ענפי גבוה יחסית, אך מפת התחרות מתבהרת

שנת 2016 היתה שנת מפנה בענף עם מכירת רשת מגה ליינות ביתן והתהוותם של שלושה שחקנים מרכזיים: שופרסל, יינות ביתן ורמי לוי. התחרות העזה המשיכה והיינו עדים למיזוגים ורכישות של שחקנים קטנים שנחלשו, דוגמת עסקת פרש-מרקט ומחסי להב. הרבעון הראשון של 2017 אופיין בהמשך הסטגנציה בשוק המזון וירידות במכירות בסופרמרקטים, כמעט בכל הקטגוריות, בדומה למגמה בשנת 2016.

פירוק מגה ומכירת סניפיה הביאו לגידול מהיר של חלק מהרשתות, בעיקר של שחקניות הדיסקאונט. הזוכה הגדולה היא כמובן יינות ביתן, אך גם ויקטורי ורמי לוי רכשו מספר חנויות והגדילו את פריסתן. קריסת מגה העניקה לשחקניות הדיסקאונט הזדמנות להתרחב, אך גם הביאה עמה קניבליזציה עצמית בתוך התחרות העזה הקיימת. כתוצאה מכך, ראינו בשנת 2016 וברבעון הראשון של 2017 שחיקה בפרמטרים תפעוליים כגון פדיונות למ"ר ומכירות בסניפים זהים. עם זאת, פיתוח מותגים פרטיים, פתיחת השוק לייבוא מקביל ושיפור בתנאי הסחר עם ספקים איפשרו לשחקני הדיסקאונט להציג שיפור קל ברווחיות הגולמית או לכל הפחות לשמור על יציבותה. מנגד, עליית שכר המינימום, הצורך בהשקעות והצורך במוטת ניהול רחבה יותר לאור גידול הרשתות הביאו לשחיקה מסויימת ברווחיות התפעולית של שחקניות הדיסקאונט. בטווח הקרוב אנו צופים המשך תחרות עזה במגזר הדיסקאונט. הרשתות שהתרחבו ישלימו את מיזוג החנויות החדשות וייצבו במידת מה את הפרמטרים התפעוליים שלהם, אולם להערכתנו שיעורי הרווחיות יהיו נמוכים מבשנים קודמות, בין היתר לנוכח עלויות הנהלה וכלליות גבוהות יותר.

במגזר החנויות השכונתיות חלה התבהרות במפת התחרות עם מכירת רשת מגה כמקשה אחת ליינות ביתן. כצפוי, יינות ביתן לא פתחה במלחמת מחירים אגרסיבית. ההסבר לכך נעוץ, לדעתנו, במחויבות הרשת להסכמי שכר ושכירות קודמים ובצורך בהשקעות הוניות בשיפוץ חלק מסניפי מגה. בשלב זה איננו צופים שינוי מגמה במחירים, אולם תוכניתו של רמי לוי להיכנס למגזר השכונתי בטווח הבינוני עלולה להביא למלחמת מחירים גם במגזר זה, אם כי לדעתנו לא בעוצמה הקיימת בזירת הדיסקאונט, בשל דמי שכירות יקרים יותר בעיר המגבילים את הגמישות שבהורדת מחירים.

המותגים הפרטיים ופלטפורמות האון-ליין רשמו גידול בשנה החולפת ועזרו לחלק מהקמעונאיות לשמור על שיעורי רווחיות גולמית יציבים ואף לשפרם. שופרסל מובילה את השוק בתחומים אלה וממשיכה להרחיב את סל מוצרי המותג הפרטי תוך נגיסה בנתח השוק של יצרניות המזון הגדולות בחלק מהקטגוריות, אף מעבר לציפיות בענף. נראה כי המשך פיתוח מנועי הצמיחה הללו חיוני עבור קמעונאיות המזון על מנת להתמודד עם אתגרי התחרות, הן במגזר הדיסקאונט והן במגזר השכונתי.

### התחרות מתמקדת בתחום הטלוויזיה לצורך פעילות כקבוצת תקשורת

מגמת אי היציבות בכל מגזרי התקשורת נמשכה גם במחצית הראשונה של 2017. ההתפתחויות האחרונות בשווקים היוו טריגר נוסף להסלמת התחרות שתכוון לכלל מגזרי הפעילות. התחרות האינטנסיבית המתמשכת בשוק והרגולציה הכוללת את הרחבת השוק הסיטונאי גם לתחום הטלפוניה מעודדות את כל השחקנים בשוק להגיב. מחד, השחקנים המובילים בשוק ממשיכים בפעולתם ליצירת קבוצות תקשורת הפועלות במספר תחומים והשחקנים הקטנים מתמקדים בנישות ספציפיות לצורך השגת יתרון תחרותי כלשהו ומאידיך, נוצרים שילובי כוחות ושיתופי פעולה מגוונים בין החברות.

אנו מחלקים את שוק התקשורת לשלושה מגזרים עיקריים: סלולר, תשתית קווית ושירותי טלוויזיה. במהלך המחצית הראשונה של השנה חלו תמורות בכל אחד ממגזרים אלה והן השפיעו לשלילה על ההכנסות של כל השחקניות בשוק ועל הרווחיות התפעולית של מרביתן. לנוכח מאמצי החברות בשוק לפעול כקבוצות תקשורת, אנו רואים תלות גבוהה בין המגזרים אשר מועילה לחברות כיוון שפעילות בתחום רווחי מקטינה השפעות שליליות של מגזר זה או אחר.

### שוק הסלולר

ברבעון הראשון של 2017 הציגו השחקניות הגדולות בשוק המשך שחיקה בהכנסות מסלולר, אחוז נטישה שנותר עדיין גבוה, ועבור מרביתן, גם מגמת שחיקה ב-ARPU (הכנסה ממוצעת ללקוח).

בתקופה האחרונה חלו מספר תמורות בשוק הכוללות את רכישת גולן טלקום על ידי אלקטרה צריכה, כניסתו הצפויה של מפעיל שישי (אקספון) עם קבלת רישיון המפעיל והשיפור שמציגה הוט מובייל בביצועיה התפעוליים. אמנם נתח השוק של החברות המובילות – סלקום, פרטנר ופלאפון – לא השתנה מהותית במהלך השנים האחרונות, אך התמורות האמורות תומכות בהערכתנו כי שוק הסלולר טרם הגיע לשווי המשקל המיוחל. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי רמות ה-ARPU הנמוכות אינן צפויות לרדת משמעותית בשנה הקרובה, אולם אנו מניחים כי ייתכנו הורדות מחיר מדודות נוספות, לנוכח הגדלת מספר השחקניות בשוק והתחרות המשתמעת מכך.

גם במכירות ציוד הקצה נרשמה שחיקה מתמשכת בתקופה האחרונה, עם המשך מגמת הרכישה העצמית. הורדת מיסי הקנייה על מכשירי הסלולר, אשר הקטינה את פער המחירים בין מחירי חו"ל למחירי הארץ, עשויה להיטיב במידת מה עם חברות הסלולר, בכך שתפחית את נפח יבוא המכשירים האישי ותנתב מקצת מלקוחות אלה לרכישה בתשלומים דרך החברות. אנו מעריכים כי חברת אלקטרה מוצרי צריכה תוכל למנף את נקודות המכירה הקיימות שלה בסניפי רשת אלקטרה על מנת להגדיל את מכירות המנויים וציוד הקצה, בעיקר של המותג Huawei. יחד עם זאת, בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים המשך ירידה במכירות ציוד קצה בהתאם למגמה בעולם.

כאמור, אנו מעריכים כי הפיכת השחקניות מחברות נישה לחברות המספקות מספר מוצרים משיקים נועד, בין היתר, למתן את השחיקה במכירות סלולר וציוד קצה.

### שוק קווי ותשתית

השפעות הרפורמה הקווית ניכרות גם השנה. רפורמת הפס הרחב בתחום האינטרנט עדיין מוחלת רק על בזק, אולם בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהיא תוחל גם על הוט בסוף 2017 או בתחילת 2018.

בנוסף, השלב הבא של הרפורמה, הכולל את החלת השוק הסיטונאי על הטלפוניה, צפוי להתחיל ביולי 2017. להערכתנו, החלת רפורמת השוק הסיטונאי בטלפוניה תקטין במידה מסוימת את מספר לקוחותיה של בזק, וכשתיכנס הוט גם את מספר לקוחותיה, אך איננו צופים שינויים מהותיים בנתח השוק של שתי החברות בשנתיים הקרובות. הרפורמה גם עשויה לתמוך בירידה בהכנסות מטלפוניה, אך היא צפויה להיטיב עם החברות בעקיפין עם קבלת תשלום עבור השימוש בתשתית ובשל הצפי לירידה בהוצאות עם ביטול ההפרדה המבנית, שאנו מניחים שיבוצע עם החלת השוק הסיטונאי גם על הוט וביצועה המלא של הרפורמה. להערכתנו, ביטול ההפרדה המבנית בשלבים עשוי לחול כבר בתחילת 2018. כמו כן, אנו מעריכים כי החלת הרפורמה במלואה תשפר את מצבן של שאר השחקניות בשוק משום שהן יוכלו להציע שירותי תקשורת נוספים בעלויות נמוכות יותר.

## שירותי טלוויזיה

רוב התמורות המשמעותיות בתקופה האחרונה התרחשו בתחום הטלוויזיה, אשר להערכתנו ימשיך לספוג את מרבית התחרות בתקופה הקרובה.

במחצית השנה שחלפה המשיכה התחרות האינטנסיבית בשוק זה. סלקום המשיכה לבסס את מעמדה, פרטנר הודיעה על כוונתה להשיק מוצר טלוויזיוני מתחרה הכולל שיתוף פעולה עם חברת נטפליקס, והחברות הוותיקות – הוט ו-yes – מתכננות מוצרים חדשים ותחרותיים וחבילת שירותי טלוויזיה צרה שתתחרה ישירות בסלקום ובהמשך השנה בפרטנר. בינתיים מעמיקה נטפליקס את חדירתה לשוק הטלוויזיה הישראלי, על ידי השקת שירותים מתורגמים לעברית ודרך שיתוף הפעולה הצפוי עם פרטנר. מגזר הטלוויזיה רווי מתחרים וכולל גם את שירות אמזון פריים וידאו שהושק בישראל בסוף 2016, את שירות טריפל סי ושיתוף פעולה מתהווה בין הוט לרמי לוי.

ריבוי השחקנים בענף נובע להערכתנו בעיקר מהצורך של חברות התקשורת לפעול כקבוצת תקשורת ולהציע חבילות הכוללות שירותי טלוויזיה, על אף הגידול בעלויות בשל השקעות מסיביות בתוכן שתחום זה דורש. אנו מעריכים כי שינוי בטעמי הצרכנים הצעירים והצורך להציע חבילות תקשורת (דאבל, טריפל וקוואטרו) יעודדו את התחרות בשוק.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי שוק התקשורת ימשיך להתאפיין בחוסר יציבות בשנים 2017-2018 כתוצאה מתחרות מתמשכת בכל מגזרי הפעילות, בעיקר בתחום הטלוויזיה, והמשך הפיקוח הרגולטורי. אנו צופים צורך בביצוע השקעות, בין היתר לצורכי תשתיות, הגדלת רוחבי פס ותוכן בידורי. אנו מניחים כי החברות הפועלות בשוק ישקיעו בעיקר בתוכן הטלוויזיוני ופחות בצרכים טכנולוגיים. בהמשך נראה גם השקעות בטכנולוגיות מהירות גלישה.



### **תשואות חיוביות בשווקים ועלייה בעקום הריבית חיזקו את רווחיות הענף במחצית הראשונה של השנה. במקביל, הארכה ביישום משטר כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2 לשמונה שנים מקלה משמעותית על החברות.**

המחצית הראשונה של 2017 הייתה טובה עבור חברות הביטוח. תשואות חיוביות בשוקי ההון הגדילו את הכנסותיהן מהשקעות, מה שתרם בהעלאת הרווחיות של הענף. בנוסף, עלייה בעקום הריבית חסרת הסיכון ברבעון הראשון של השנה הביאה לשחרור מסוים של עתודות ביטוחיות, בעיקר בתחום ביטוח החיים, ותרמה גם היא לעלייה ברווחיות התחום. במקביל ראינו המשך צמיחה בפרמיות בתחומי הפעילות, וכן צמיחה בדמי הגמולים בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל.

בפברואר 2017 פורסמו הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח מבוסס סולבנסי 2, אשר עודכנו בחודש מאי, ומועד כניסתן לתוקף נקבע ל-30 ביוני, 2017. על חברות הביטוח לעמוד בהדרגה בדרישות ההון החדשות עד ליישומן המלא בשנת 2024. אנו סבורים כי הארכת משך היישום לשמונה שנים לעומת שנתיים שחררה אנחת רווחה מסוימת בענף הביטוח. כעת, ניתנה לחברות ארכה לצורך בניית ההון, והלחץ על הרווחיות כתוצאה מכך פחת. להערכתנו, הגדלה משמעותית של ההון העצמי בפרק זמן קצר ברמות ריבית נמוכות ובסביבה של תחרות גוברת בתמיכת מהלכים רגולטוריים הייתה מאתגרת מאוד עבור הענף, שחלק מהחברות בו היו רחוקות למדי מעמידה בדרישה זו.

להערכתנו, יישום סולבנסי 2 יחזק את הלימות ההון של הענף ויוביל להקצאת הון יעילה יותר, מאחר שההון יחושב בהתאם למאפייני הסיכונים אליהם חשופות החברות, בין של המוצרים הביטוחיים ובין של תיק ההשקעות. אנו סבורים כי על חברות הביטוח לנצל את הזמן שניתן להן ליישום משטר הסולבנסי ולפעול לחיזוק תהליכים פנימיים, כגון מבנה תהליכי ניהול הסיכונים, מערכות מידע ובקורות פנימיות. בטווח הבינוני-ארוך אנו צופים כי יציבותן של החברות בענף תתחזק כתוצאה מכך.

הענף חווה שינויים רגולטוריים רבים ומהותיים במהלך 2016, כמו הכנסת פוליסת ניתוחים אחידה בביטוחי הבריאות, הפחתת תעריפים בביטוח רכב חובה והשקת קרנות פנסיה "ברירת מחדל" בדמי ניהול נמוכים מאוד. מטרתם של השינויים הללו הייתה להגביר את השקיפות במוצרים הביטוחיים ואת התחרות בענף. אנו סבורים כי שינויים אלו ימשיכו להשפיע במידה רבה על רווחיות החברות גם ב-2017. נציין את ההשפעה בתחום קרנות הפנסיה, שרווחיותו ממשיכה לרדת, למרות הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים.

תחזית הדירוגים על החברות בענף היא יציבה, עם זאת אנו סבורים כי המבטחים בישראל ניצבים בפני אתגר התאמת האסטרטגיה לפעילות בסביבה ברמות ריבית נמוכות עם לחץ על הרווחיות מכיוון מהלכים רגולטוריים רבים. הדרישה להגדלת הון משמעותית אמנם מאתגרת בסביבת הפעילות הנוכחית, אך בפריסתה לשמונה שנים יש משום הקלה לחברות, ובטווח הבינוני-ארוך צפויה לתרום לחיזוק הלימות ההון של הענף. אנו מעריכים כי הענף ימשיך להיות תלוי במידה רבה בשוק ההון לחיזוק הרווחיות, ולכן התנודתיות בתוצאות צפויה להימשך.

## בנקים

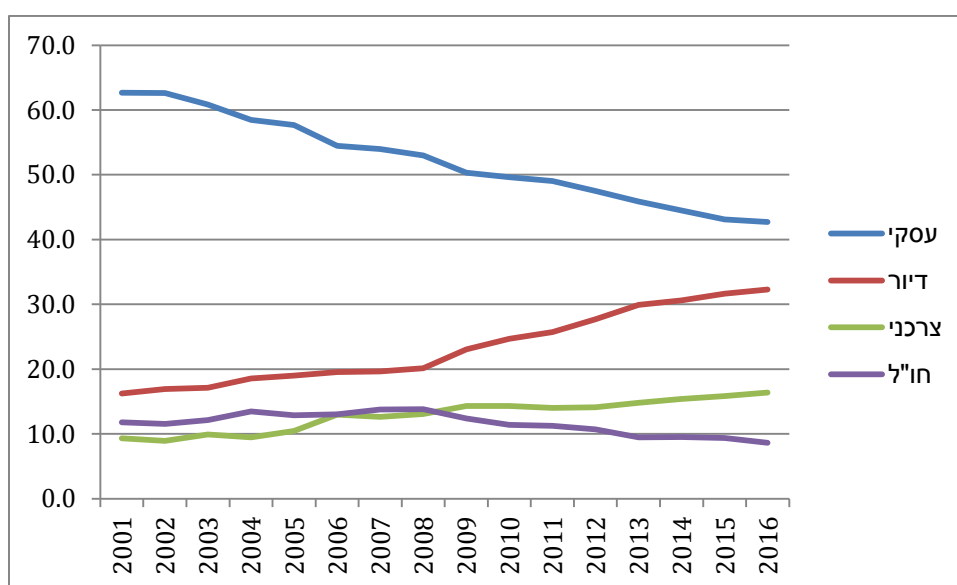
טרנס קלינגמן, ראש תחום פיננסים

בני פאר, אנליסט בכיר

### צפי לצמיחה מתונה יותר באשראי למשקי בית, עלייה בשיעור חלוקת הדיבידנדים והמשך ריסון ברמת ההוצאות

מאז משבר 2008 השתנה תמהיל תיק האשראי של מערכת הבנקאית באופן משמעותי והאשראי למשק הבית הפך להיות מנוע הצמיחה המרכזי שלה. הגידול במשכנתאות משך את רוב תשומת לב התקשורתית, אולם גם האשראי הצרכני והאשראי לעסקים זעירים צמחו בקצב מהר מאד, והיום מהווה האשראי הקמעונאי כ-50% מסך האשראי במערכת הבנקאית.

#### התפלגות האשראי המאזני של המערכת הבנקאית ( מקור: בנק ישראל )



כיום אנחנו עומדים לקראת נקודת מפנה פוטנציאלית. האשראי במערכת הבנקאית אמנם צמח בקצב נאה ברבעון הראשון של 2017, אולם חלה ירידה ניכרת בהיקף המשכנתאות שלקח הציבור. בנוסף, בנק ישראל מתריע מפני סיכונים הולכים וגדלים באשראי הקמעונאי (שאינו למטרות הלוואות לדיור), ואכן אנו עדים לעלייה מסוימת ברמת הפרשות בתחום הזה. לכן, סביר להניח כי הבנקים יחמירו במידת מה את תנאי החיתום ללקוחות פרטיים, דבר העלול להאט את קצב הצמיחה במגזר הקמעונאי.

השנה עומדת גם בסימן המשך העלייה בשיעור חלוקת הדיבידנדים. חלק מהבנקים שכבר מחלקים דיבידנדים הודיעו על גידול בשיעור החלוקה, ובנקים אחרים התחילו לחלק בפעם הראשונה מזה שנים רבות או הודיעו שיאמצו מדיניות חלוקה במהלך 2017.

הערכתנו לגבי רווחיות המערכת הבנקאית לא השתנתה בצורה משמעותית, עם תשואה חד-ספרתית גבוהה או דו-ספרתית נמוכה על ההון. מאמצי ההתיעלות בבנקים, אשר ניכרים בירידה במספר הסניפים ובצמצום מספר העובדים, צפויים לרסן את ההוצאות ולחפות על ירידה בקצב הצמיחה והצפי לעלייה מתונה ברמת הפרשות להפסדי האשראי. בטווח הבינוני-

ארוך, יישום ועדת שטרומ עשוי להוביל להגברת התחרות מצד גורמים חוץ בנקאיים, שעלולה להשפיע על רמת הרווחיות במערכת הבנקאית, אך להערכתנו כניסת שחקנים אלה לא תתרחש בשנה הקרובה.

אנו מעריכים כי הבנקים ימשיכו להיות שחקנים דומיננטיים בגיוס חוב ארוך טווח, אך איננו מזהים כעת לחץ על מערכת הבנקאית להגדיל בצורה ניכרת את היקף החוב הסחיר. הבנקים סיימו את ההיערכות לדרישות הנזילות של בזל וקצב הצמיחה בתיקי האשראי צפויה להתמתן. לכן, להערכתנו, עיקר הגיוסים יופנו לגלגול החוב הקיים. עם זאת, ב-2016 היינו עדים להנפקות ראשונות של מכשירי הון היברידיים ברוח תקנות באזל 3 (הכוללים מאפיינים של נדחות וכן אפשרות למחיקת או המרת הקרן בהתרחשות אירוע טריגר). מגמה זו נמשכת ב-2017, עם המשך השחיקה בהכרה הרגולטורית במכשירי ההון רובד 2 הישנים, ותימשך גם בשנים הבאות.

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. התחזית עבור מרבית דירוגי הבנקים המקומיים היא יציבה, כיוון שאנו מעריכים כי הדירוגים הקיימים מביאים 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. מאידך, נרמול סביבת הריבית (אם לא תלווה בעלייה חדה בהפרשות) והתייעלות מעבר למצופה עשויין להשפיע לטובה על חוסנם היחסי של הבנקים הישראליים בהשוואה למערכת הבנקאית הגלובלית.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערכות, 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 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, מכלולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.