

זרקור ענפי: 2018 ומבט קדימה

דצמבר 2018
מגמות אשראי

תוכן עניינים

2.....	נדל"ן מניב
3.....	שוק הדיור
4.....	ענף התקשורת
5.....	בנקים ומימון חוץ בנקאי
8.....	ביטוח
9.....	תשתיות

השיפור בפרופיל הפיננסי של חברות הנדל"ן המניב בשנים האחרונות מציב אותן בעמדה חזקה יותר להתמודדות עם השינויים בתנאי השוק, בהם הקיפאון בענף הנדל"ן המסחרי ועלייה בריבית ובאינפלציה

גיל אברהמי, מנהל תחום נדל"ן יזמי וקבלנות

שניר אפק, אנליסט בכיר סקטור הנדל"ן

מגזר הנדל"ן המסחרי מושפע מזה זמן מה משינויים בטעמי הלקוחות, המפחיתים את רכישותיהם בקניונים לטובת רכישות ברשת האינטרנט ובחול"ל, מגמה היוצרת לחץ שלילי על דמי השכירות והניהול במרכזים המסחריים. הנתונים מצביעים על המשך הקיפאון בדמי השכירות במרכזים המסחריים בתל אביב ובמרכז, בעוד שבאזורים אחרים חלו עליות קלות, ככל הנראה על רקע פעילות רבה יחסית של מרכזי מסחר פתוחים שחשופים פחות להשפעת המסחר המקוון ו"השמיים הפתוחים". במבט קדימה אנו מעריכים כי חברות הנדל"ן המניב ימשיכו לצמצם את חשיפתן לנכסים מסחריים ולהגדיל את חלקם של נכסי הלוגיסטיקה ומרכזי הפצה, שהופכים לאטרקטיביים יותר ויותר לאור הצמיחה במסחר המקוון.

במגזר המשרדים קיימת מזה זמן מה תנופת בנייה ערה, המלווה בשיעורי השכרה מקדמיים גבוהים יחסית. ביקושים ערים והמשך פעילות ייזום בתל אביב ובאזור המרכז של נכסי משרדים במיקומים איכותיים, שנתמכים בעיקר בצמיחת ענף ההייטק ובגידול בתמ"ג, הביאו לעלייה ממוצעת של כ-1.5% בדמי השכירות הארציים. אנו מעריכים כי בטווח הקצר תימשך הצמיחה בענף המשרדים, אך בטווח הבינוני, הבשלתם של מספר פרויקטים עד שנת 2022 עלולה להאט את העליות בדמי השכירות, בעיקר בנכסי משרדים ישנים יותר אשר יאלצו להתחרות בנכסים חדשים ונגישים למוקדי תחבורה באזור תל אביב.

מהזווית הפיננסית, בשנים האחרונות ניצלו חברות הנדל"ן את תנאי השוק להורדת מינוף, להארכת מח"מ ולהורדת שיעור הריבית של חוב מדורג, תוך שיפור הנזילות והגמישות הפיננסית. השיפור נובע מסביבת הריבית והאינפלציה הנמוכה לאורך זמן ובשיפור ריאלי בפעילות שהוביל לשערוכים חיוביים (לצד ירידה מתונה בשיעורי ההיוון). כתוצאה מכך, חל שיפור בפרופיל הפיננסי של החברות בהשוואה לתקופה של לפני המשבר הפיננסי לפני עשור, ולכן אנו מעריכים כי לחברות יכולת טובה יותר להתמודד עם סיכונים עסקיים עתידיים. עלייה ברמת האינפלציה צפויה אמנם להגדיל את הוצאות המימון של חברות הנדל"ן, בעיקר בחברות שרכיב משמעותי מהחוב שלהן צמוד מדד, אך השפעתה תתקזז חלקית היות שחוזי השכירות בארץ גם הם צמודי מדד.

מתגברים הסימנים המצביעים על המשך ההתקררות בשוק הנדל"ן למגורים

גיל אברהמי, מנהל תחום נדל"ן יזמי וקבלנות

לאחר כעשור של עליות מחירים, מדד מחירי הדירות מצביע על שינוי מגמה, במקביל להמשך הירידה בביקוש לדירות חדשות ושפל היסטורי במספר העסקאות. בצד היצע, החברות היזמיות בענף מתאימות את פעילותן לתנאי השוק וההאטה בהתחלות הבנייה שהחלה ב-2017 מתגברת.

כ-135 אלף משקי בית שנרשמו לתוכנית "מחיר למשתכן" עד היום הובילו לירידה משמעותית במספר העסקאות ובביקוש לדירות חדשות הנמכרות בשוק החופשי מצד רוכשי דירה ראשונה, אך גם מצד משפרי הדיור והמשקיעים. לפי נתוני הלמ"ס, הכמות המבוקשת של דירות חדשות בחודשים ינואר-ספטמבר 2018 עמדה על כ-27 אלף יחידות, ירידה של כ-15% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

בקרב משפרי הדיור חלה ירידה בביקוש מכיוון שלהערכתנו הם ממתנים לראות אם מגמת מחירי הדיור משתנה ולא ממהרים לרכוש לפני מכירת הדירה הקיימת (שהזמן למכירתה מתארך בעקבות הירידה בביקוש מצד רוכשי דירה ראשונה ומשקיעים). מצד המשקיעים חל קיטון מתמשך בביקוש שמשתקף בין היתר בירידה העקבית במספר הדירות המוחזק על ידי משקיעים (רכישות נטו שליליות החל מהרבעון השני של 2016) ובירידת משקל המשקיעים מסך העסקאות לשפל היסטורי של כ-13% ברבעון השלישי של 2018, נתונים אשר עשויים להעיד על חשש המשקיעים מהמשך ירידת מחירים.

בטווח הקצר אנו סבורים כי המשך קיפאון בשוק הדיור יפעיל לחץ שלילי על המחירים עם אפשרות לירידות מחירים מתונות. אנו מעריכים כי באזורי הפריפריה היצע הדירות במסגרת תכנית מחיר למשתכן, שחל בו גידול משמעותי, עולה על הביקוש, בין השאר בשל הטבה כספית נמוכה יותר לרוכשים בהשוואה למרכז. מנגד, במחצית הראשונה של 2018 חלה ירידה בקצב התחלות הבנייה, אשר עשויה להעיד על התחלת התאמת הפעילות בענף מצד החברות היזמיות, ולכן בטווח הבינוני ייתכן להערכתנו לחץ לעליית מחירים אם האטה זו תימשך, בין היתר בשל אי התאמה לקצב הגידול במשקי הבית בישראל, ואולי גם בשל זמני המתנה ארוכים מהצפוי להשלמת פרויקטי מחיר למשתכן שעשויים להחזיר את הזכאים לשוק החופשי.

נציין כי הקדמת הבחירות עשויה להערכתנו להגדיל את הביקוש לדירות בשוק החופשי וליצור לחץ לעליות מחירים בשל אי ודאות לגבי המשך יישומה של תכנית מחיר למשתכן.

להערכתנו, אין להעלאת הריבית האחרונה שביצע בנק ישראל השפעה רבה לעת עתה. זאת משום שסביבת הריבית נותרה עדיין נמוכה מאוד ולכן מאפשרת בינתיים לחברות היזמיות המובילות לשמור על מחירי הדירות במלאי ברמתם הנוכחית. יחד עם זאת, אם הריבית תחל לעלות בקצב מהיר מהצפוי, אנו מעריכים כי יהיה לחץ משמעותי יותר להורדת מחירים. בתרחיש כזה, שחיקת רווחים של היזמים בשל הוצאות המימון והמשך ירידה בקצב המכירות יקטינו את הכדאיות לשמור על מלאי לאורך זמן. במקביל, עלייה מהירה מהצפוי של הריבית

עשויה להפעיל לחץ גובר על המחירים כתוצאה מצפי להחרפת הקיטון בביקוש המשקיעים, בין היתר בשל אלטרנטיבות השקעה סולידיות, כגון אג"ח ממשלתיות ופקדונות.

ענף התקשורת

תחרות מתמשכת וגידול בהשקעות

תמר שטיין, מנהלת סקטור תעשייה ושירותים

לתחרות ולרגולציה המאפיינות את תחום התקשורת הלא יציב ממילא בשנים האחרונות, נוספו לאחרונה השקעות מסיביות בתשתיות, בראש ובראשונה בפרישת סיבים אופטיים. לנוכח התחרות בתחומי הסלולרי והטלוויזיה, סלקום ופרטנר רואות בשוק הקווי פוטנציאל לשיפור הרווחיות בעתיד ולהגדלת חלקן בשוק התקשורת. בדומה למגמה העולמית, ניכר המשך השחיקה בהכנסות מטלפוניה ומשיחות בינלאומיות, והפעילות הצומחת של תשתית האינטרנט מהווה הזדמנות מצויינת עבור החברות.

בשנת 2018, אישר הרגולטור לסלקום ופרטנר להשתמש בתשתיות הפסיביות של בזק לצורך פרישת רשת סיבים אופטיים. ואכן במהלך השנה הגדילו פרטנר וסלקום את פרישת תשתית הסיבים (בעיקר באזורים של בניינים גבוהים), וכיום פרישתן כוללת יחדיו כ-250-290 אלף משקי בית, עם נתח גדול יותר לפרטנר. פרישת הסיבים האופטיים והפעלתם כרוכה בהשקעה משמעותית, אך תסייע לפרטנר וסלקום להקטין את תלותן בתשתית של בזק ובכך לצמצם עלויות, ולהגדיל את היצע השירותים שלהן בטווח הארוך. באוגוסט רכשה סלקום 70% ממיזם הסיבים IBC של חברת החשמל, וכיום היא מחזיקה בנתח זה יחד עם קרן תש"י. העלויות הגבוהות של המיזם, שבסוף 2018 מחזיק בפרישה של כ-150 אלף משקי בית, צפויות להתקזז במידת מה בזכות שיפור מהירות הגלישה ועליית מדרגה ביכולת התחרות של סלקום מול בזק והוט. ייתכן שבהמשך תצטרף גם פרטנר למיזם, מאותן סיבות בדיוק.

אף כי לבזק פרישה מכובדת של סיבים, היא עדיין אינה מפעילה את רשת הסיבים שלה לבתים אלא רק לעסקים, בין היתר משום שהציוד הטכני הדרוש להפעלה כרוך בהשקעה כספית גבוהה. הוט כלל לא פעילה בתחום אך להערכתנו, תיאלץ גם היא להיכנס לתחום בטווח הארוך.

חברות התקשורת עדיין סובלות משחיקה בפעילות הבסיס שלהם, הסלולר, שמהווה עדיין נתח גדול מפעילותן הכוללת. בשנת 2018 קטנו ההכנסות משירותים ובעיקר מצידוד קצה. על אף הגידול בכמות המנויים, התחרות בשוק חריפה וכוללת שש שחקניות ועוד מפעילים וירטואליים, בניגוד לשוקי הסלולר באירופה שמספר המפעילים בהם קטן יותר. סלקום ואחריה פרטנר העלו במקצת את המחירים בחלק מחבילות הסלולר, ולעיתים בתמורה להגדלת נפח הגלישה. כך שה-ARPU בשוק עשוי לעלות מעט ב-2019 אך לא באופן משמעותי, ולכן איננו צופים התאוששות בתחום זה בטווח הקרוב.

הגידול במספר המשתמשים הסלולריים ובהיקף הגלישה הסלולרית מגבירים את הצורך בשיפור תשתיות התקשורת ובדרישה לדור 5, בישראל כמו בשאר העולם. להערכתנו, בשל ההשקעות המסיביות בסיבים האופטיים

ובתכני טלוויזיה, חברות התקשורת הישראליות יתמהמהו במעבר לרשת דור 5, בדומה לאירופה ובניגוד למתרחש בארה"ב ובחלק ממדינות צפון אסיה.

במקביל ממשיכות סלקום ופרטנר להתרחב בתחום הטלוויזיה. פרטנר הגיעה כבר למעל מאה אלף מנויים אך עדיין אינה רווחית בתחום, ואילו סלקום עברה את רף מאתיים אלף המנויים ולדבריה התחילה להרוויח. בעוד סלקום משקיעה בתוכן, פרטנר חזקה יותר בגזרת המחיר. לקראת סוף השנה החלה פרטנר להפעיל פרסומות מותאמות צופה, דבר שצפוי להעניק לה יתרון יחסי בטווח הקצר, אך להערכתנו גם מתחרותיה צפויות להפעיל תכניות דומות בהמשך. לשחקניות הוותיקות בתחום, בזק באמצעות yes והוט, יש עדיין מספר מנויים גבוה יותר באופן משמעותי. ב-2018 גדל מספר מנוייה של yes, בין היתר הודות לגידול במספר מנויי השירות המוזל, סטינג. אם כן, גם במגזר הטלוויזיה אנו רואים המשך אי יציבות ותחרות שאינה צפויה להתמתן בטווח הבינוני.

רפורמת הפס הרחב באינטרנט עדיין חלה רק על בזק. אנו מעריכים כי בזק תמשיך למתן את הירידה בהכנסות מטלפוניה על ידי קבלת תשלום עבור השימוש בתשתית, שגם הוא ילך ויקטן ככל שפרטנר וסלקום יגדילו את תשתית הסיבים שלהן ויתפעלו אותה. על כן, ב-2018 החלה בזק לפעול למכירת סל שירותים משותף כדי ליצור מוצר מתחרה ראוי לחבילות הטריפל והקוואטרו שמציעות מתחרותיה. כיום, לאחר חילופי ההנהלה, ניכר שבזק טרם אמרה את המילה האחרונה ותפעל לשיפור מיצובה על חשבון המתחרות.

במבט קדימה, כל המגמות שהזכרנו ימשיכו לשחוק את תזרים המזומנים של החברות בענף ולהקטין את הרווח הנקי. אך בעוד פרטנר צריכה להתמודד עם התחרות, כניסה מאוחרת לטלוויזיה, השקעות כבדות ומציאת דרכים לחיסכון בעלויות, סלקום מתמודדת גם עם רמות מינוף גבוהות אך היא עדיין מוערכת על ידינו כבעלת נגישות טובה לשוק החוב ולשוק האקזיטי אשר תורמת ליכולתה לבצע את תכניותיה העסקיות. יש לציין כי על אף השחיקה ברווחיות של חברות התקשורת, אנו עדיין מחשיבים את רמת הרווחיות כמומצעת בהשוואה לחברות דומות באירופה, וצופים כי תיוותר ברמה ממוצעת בטווח הקרוב.

בנקים ומימון חוץ בנקאי

התנאים הכלכליים החיוביים תומכים בהערכת סיכון המערכת הבנקאית, אי וודאות לגבי ההמשך לאור התנודתיות בשווקים

אביטל קורן, תחום מוסדות פיננסיים

לנה שוורץ, ראש תחום מוסדות פיננסיים

המגמות שראינו בשנים האחרונות ממשיכות לאפיין את הבנקים הישראלים בשלושת הרבעונים הראשונים של 2018: שמירה על בסיס הון חזק והקטנת ריכוזיות תיק האשראי תוך שמירה על רמה נמוכה יחסית של הפסדי אשראי. אלו נתמכו בתנאים הכלכליים החיוביים של המשק המקומי, שהשתקפו בהעלאת הדירוג של מדינת ישראל ל-'AA' באוגוסט 2018. כמו כן המשיכו הבנקים ליישם מהלכי התייעלות משמעותיים, הכוללים צמצום בכוח אדם ושיפור התהליכים הפנימיים. לאחר שעמדו בדרישות ההון של באזל 3, התחילו הבנקים לחלק דיבידנד בשיעור של 40%-50% מהרווח הנקי, וכתוצאה מכך התקרבו מכפילי ההון שלהם ל-1 ואף יותר מזה.

התנאים הכלכליים החיוביים של המשק תומכים בהערכת הסיכון של מערכת הבנקאות בישראל. הצמיחה הכלכלית המתמשכת והשקל החזק הביאו בשנים האחרונות לצמיחה בתוצר לנפש אל מעל 40,000 דולר. נטל החוב יציב יחסית ומאוזן בין ענפי המשק השונים, לאחר שנים של ירידה במינוף העסקי ובמקביל עלייה במינוף משקי בית. חשיפה גבוהה לתחום הנדל"ן ממשיכה להוות סיכון עיקרי לבנקים להערכתנו. אשראי לבנייה, נדל"ן מסחרי ומשכנתאות מהווים כ-47% מסך האשראי הבנקאי, לאחר עלייה מרמה של 32% בשנת 2006 בתמיכת השגשוג בענף הנדל"ן. השיפור בהערכת הסיכון הכלכלי מתקזז מעט מול האי ודאות הקיימת בתחום הנדל"ן למגורים. שילוב של אמצעים מאקרו-יציבותיים וצעדים יזומים מכיוון ההיצע הביאו להתמתנות במחירי הדיור, אך גם לצמצום בהתחלות הבנייה, מה שעלול לתדלק מחדש את עליית המחירים, במיוחד לאור המשך הביקושים. החשיפה הגבוהה שהייתה בעבר ללווים גדולים פחתה בשנים האחרונות, עם פירוק קבוצות אחזקה גדולות וירידה במינוף העסקי. האשראי הקמעונאי נמצא במגמת עלייה, אולם שיעורו מהתוצר עדיין נמוך בהשוואה גלובלית. אנו מעריכים כי למשקי הבית חוסן פיננסי משמעותי, אולם קיימים פערים משמעותיים בהכנסה, בעושר ובכישורים בין העשירונים השונים באוכלוסייה.

התחרות בתחומי האשראי השונים מתעצמת מצד שחקנים חוץ בנקאיים, גם בתמיכת הרגולציה. השחקנים המוסדיים לוקחים נתח גדול מהאשראי העסקי, ובתחום העסקים הקטנים-בינוניים אלו הם לרוב נתני אשראי חוץ-בנקאי. עם היפרדות חברות כרטיסי האשראי מהבנקים הגדולים, אנו מעריכים כי התחרות באשראי הקמעונאי עשויה להתעצם אף יותר. כיום מספקת מערכת הבנקאות כ-80% מסך האשראי הצרכני והשחקנים החדשים צפויים לנגוס בנתח זה. רווחיותם של הבנקים עשויה להיפגע כתוצאה מהתחרות (כמו גם הכנסתם מעמלות עם היפרדות ישראלכרט ולאומי קארד מפועלים ולאומי), אך אנו סבורים כי הבנקים ערוכים להתמודד עם כך, הודות לפיזור גבוה של מקורות ההכנסה ותהליך ההתייעלות שעברו. גם הנרמול בסביבת הריבית והאינפלציה, שאת ניצניו כבר התחלנו לראות עם העלאת ריבית בנק ישראל לראשונה מאז שנת 2010, צפוי לתמוך בביצועי הבנקים ולפצות על השחיקה ברווחיות ממשקי בית ועסקים קטנים, אנו מעריכים כי נמשיך לראות עלייה הדרגתית ואיטית בריבית, שתגדיל את מרווחי האשראי של הבנקים ותתורגם כמעט מיידית לרווח בשורה התחתונה.

הבנקים המשיכו לצמוח השנה בקצב גבוה של כ-4%-6% לאחר שהגיעו ליעדי ההון. רוב הצמיחה היתה באשראי העסקי, באשראי לעסקים קטנים ובינוניים ובאשראי לתחום הנדל"ן. שיעור הצמיחה במשכנתאות עלה גם הוא ב-2018, כתוצאה מהקלות הפיקוח על דרישות ההון עבור משכנתאות בשיעור מימון של 60%-75%. הצמיחה באשראי הצרכני הואטה ב-2018 בהשוואה לשנים קודמות (ובחלק מן הבנקים אף היתה שלילית), בגלל התעצמות התחרות מכיוון שחקנים חוץ בנקאיים.

לירידות החדות בשווקים השפעה ישירה מתונה בלבד על הבנקים, לדעתנו, שכן מרביתם שמרניים למדי בהשקעות הנוסטרו שלהם. עם זאת, החשש העיקרי הוא מהאטה במשק והרעה בכושר החזר של הלווים – בין אם משקי בית, עסקים קטנים ובינוניים או חברות שיתקשו למחזר את התחייבויותיהן בשוק האג"ח אם המצב הנוכחי בשווקים ימשך לאורך זמן. אנו סבורים כי יכולת הבנקים להתמודד עם האטה בכלכלה הריאלית טובה יותר בהשוואה לשנים הקודמות, אולם תלותם במצב המשק ממשיכה להיות רבה.

ספקי אשראי חוץ בנקאי, שפעילותם ריכוזית יותר, עשויים להיות מושפעים יותר מהירידות בשווקים. חברות כרטיסי האשראי מושפעות מאוד ממצבם של משקי הבית ומרמת הצריכה במשק, ואילו חברות אשראי חוץ בנקאי מושפעות ממצב החברות במשק ומרבית פעילותן מרוכזת בתחומי הנדל"ן, התעשייה והמסחר. כמו כן, מאחר שחברות אשראי חוץ בנקאי נוטלות חלק ניכר מהמימון שלהם בשוק ההון, הירידות החדות בשווקים עלולות לייקר משמעותית את מקורות המימון שלהן ולפגוע ברווחיותן.

שיעור ההוצאה בגין הפסדי אשראי מסך תיק האשראי של הבנקים גבוה יותר ב-2018 ממה שראינו בשנתיים האחרונות, בין השאר בגלל עלייה בהפרשה הקבוצתית ופחות שיקומי חוב במגזר העסקי, מה גם שההפרשות האפסיות שראינו בשנים האחרונות אינן מייצגות. בהמשך אנו סבורים כי נראה עלייה מסוימת בהוצאות בגין הפסדי אשראי, אולם אלה יישארו עדיין נמוכים יחסית בהשוואה הגלובלית, כ- 0.4% - 0.3%, שכן היקף הנכסים הלא מבצעים בבנקים בישראל נמוך בהשוואה גלובלית והריבית עדיין צפויה להישאר נמוכה ולתמוך בכושר ההחזר של הלווים.

לאחר שיפור מתמשך ביעילות הבנקים בשנים האחרונות (כתוצאה מצמצום כוח אדם בכ-3,200 איש, סגירת סניפים ומשינויים ארגוניים), יחס היעילות במערכת הבנקאית השתפר אך עדיין גבוה בהשוואה בינלאומית (כ-66% לעומת 63% ממוצע OECD). אנו מעריכים כי הבנקים ימשיכו בתהליך ההתייעלות, בין השאר גם על ידי המשך ההשקעה בחדשנות ובטרנספורמציה דיגיטלית כדי לשפר את השירות ללקוחותיהם, לדוגמה באמצעות החדרת אפליקציות וכלים דיגיטליים נוספים לצריכת השירותים הבנקאיים מרחוק (תשלומים, מידע וכיו"ב) שיחסכו ללקוחות זמן הגעה לסניף והמתנה לתורים ויחסכו לבנק משאבים.

מימון חוץ בנקאי

בשנים האחרונות הפך שוק האג"ח למקור מימון משמעותי עבור חברות מימון חוץ בנקאיות הפעילות בעיקר בתחום ניכיון השקים. בעבר מימנו חברות אלו את פעילותן באמצעות הון עצמי והלוואות מהמערכת הבנקאית, אולם כיום חברות רבות כבר ניגשו לשוק ההון והנפיקו איגרות חוב וניירות ערך מסחריים לגיוון מקורות המימון שלהם, דבר שבמקרים רבים תורם לירידה כוללת בעלות המימון. חברות רבות ניגשו לשוק ההון כדי לגוון את מקורות המימון שלהן, במטרה להגדיל את היקפי הפעילות. אנו סבורים כי נמשיך לראות התעצמות בתחרות על מתן אשראי מצד נותני אשראי חוץ בנקאי, שממוקדים בעיקר בעסקים קטנים-בינוניים ובמקרים רבים בתחום הנדל"ן.

באוקטובר 2018 היינו עדים להנפקת האג"ח הראשונה של חברת כרטיסי אשראי, לאומי קארד, הצפויה להימכר לקרן Warburg Pincus וכחלק מכך לבנות מקורות מימון עצמאיים חדשים. אנו מעריכים כי לאומי קארד תמשיך לגייס בשוק ההון וכי המתחרה שלה, ישראלכרט, תצטרף אליה בעקבות ההיפרדות הצפויה שלה מבנק הפועלים.

אנו צפויים לראות עלייה בתחרות על האשראי הצרכני מכיוון חברות כרטיסי האשראי שיתרחבו בתחום זה, הן כפועל יוצא של הרגולציה התומכת (ועדת שטרומ) והן כאמצעי לפצות על הירידה בעמלת הסליקה הצולבת, מקור הכנסה משמעותי עבור חברות אלה. כמו כן, שינויים רגולטוריים רבים ממשיכים לאפיין את תחום כרטיסי אשראי, בהתייחס גם לתחום התשלומים. קשה להעריך איך תפתח הדינמיקה התחרותית בתחום זה וכיצד הבנקים יפצו על אובדן ההכנסות, אולם אנו מעריכים כי הבנקים ימשיכו להיות השחקן הדומיננטי גם בתחום האשראי הצרכני.

המשך השפעה של התנודתיות בשוקי ההון לצד מאמצים לחיזוק ההון

בן שירן, אנליסט ביטוח

לנה שוורץ, ראש תחום מוסדות פיננסיים

גם השנה המשיכו חברות הביטוח להיות מושפעות מהמצב בשוקי ההון ורווחיותן הייתה תנודתית. העלייה בעקום הריבית חסרת הסיכון במחצית הראשונה של השנה הביאה לשחרור של עתודות ביטוחיות, בעיקר בתחום ביטוח החיים, ותרמה משמעותית לרווחיות. בנוסף, חברות רבות בענף מיקדו מאמצים בשיפור היכולת החיתומית שלהן ובניהול הוצאות ותביעות, על מנת לייצר רווחיות מפעילות הביטוח עצמה.

אנו רואים את יכולת החברות להשיג רווחיות חיתומית בעסקי הביטוח הכללי וביטוח הבריאות כגורם מקזז עיקרי לתנודתיות המובנית ברווחיותן והשפעתה על הרווחיות הכוללת מפעילות הביטוח. מבחינה זאת, שנת 2018 עד כה איננה מתאפיינת ברווחיות חיתומית גבוהה בעסקי הליבה. ניתן לזהות התפתחויות שליליות חוצות ענף בתחום ביטוח רכב חובה המוגבל באפשרות להתאמת תעריפים על פי החלטת הפיקוח, והתפתחויות שליליות בצד התביעות בתחום הביטוח הסייעודי המשפיעות לשלילה על רווחיות תחום ביטוח הבריאות. להערכתנו, ההשפעה השלילית של תחום הביטוח הסייעודי צפויה להתמתן משמעותית בתקופות הבאות בשל ביטול ביטוחי הסייעוד הקבוצתיים.

במקביל, הצמיחה בפרמיות מפעילות הביטוח נמשכת, כמו גם צמיחה בדמי הגמולים בקרנות הפנסיה וקופות הגמל הנתמכת על ידי שוק העבודה היציב, האבטלה הנמוכה ועלייה בשכר הממוצע.

גורמי הסיכון העיקריים מוסיפים להיות ירידה ברווחיות או גידול במינוף אשר עלולים לשחוק את הפרופיל הפיננסי של החברות. בהסתכלות גלובלית, פרופיל ההון של חברות הביטוח בישראל מעט חלש יחסית לחברות באירופה.

כניסתן לתוקף ב-2017 של ההוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח מבוסס סולבנסי 2 מובילה מגמה של התמקדות בחיזוק הלימות ההון לצד שיפור יעילות הקצאת ההון. על פי הנתונים שפורסמו עד כה, ניתן לראות כי מודל הסולבנסי רגיש מאד לריבית ומשתני שוק נוספים, ולכן, כחלק משיפור תהליכי ניהול הסיכונים, אנו מצפים לראות יותר חברות מאמצות מדיניות ניהול הון שתגביר את יציבותן בכלל ואת יציבות ההון בפרט.

הרגולציה בענף בשנים האחרונות, שכללה בין היתר הגבלה על יכולת החברות להתאים את מחירי הפוליסות לסיכונים, בעיקר בתחום ביטוח החובה, ממשיכים להפעיל לחץ על רווחיות החברות להערכתנו.

במבט קדימה, אנו רואים בחיוב את המהלכים שמבוצעים בענף לחיזוק ההון העצמי ולקביעת יעדים ומדיניות ניהול הון. עם זאת, האתגר המרכזי העומד בפני החברות להערכתנו הוא התמודדות עם התנודתיות בהון בשל הרגישות הגבוהה לעקום הריבית וההשפעה המובנית של ביצועי שוק ההון על הרווחיות, בעיקר בהיעדר רווחיות חיתומית משמעותית בתחומי הביטוח הכללי וביטוח הבריאות שתאפשר ספיגה של תנודתיות זאת. הירידות החדות בשווקים בימים האחרונים צפויות ככל הנראה לשחוק את רווחיות החברות לשנת 2018, מה שמדגיש ביתר שאת את החשיבות של השיפור ברווחיות החיתומית מפעילות הביטוח. כמו כן, כל עוד לא נראה עלייה בעקום הריבית

הארוכה, המשפיעה ביותר על עתודות הביטוח בעלות המח"מ הארוך, לא נראה את חברות הביטוח משחררות עודפי עתודות לשורת הרווח, דבר שממשיך להעיב עדיין על רווחיותן.

תשתיות

מגמת הפריחה במימון תשתיות צפויה להימשך

איתי רפל – מנהל תחום תשתיות, פרויקטים ומימון ציבורי

תחום התשתיות "כיכב" השנה בהנפקות, עם כ-15% מסך ההנפקות עד סוף נובמבר. זאת הן בגלל הצורך של חברת החשמל להמשיך ולמחזר את החוב השלה, גם אם במתווה הפחתה ארוך טווח, והן בגלל צרכי ההשקעה הגדלים בתחום התשתיות. אבל ההנפקות לציבור הן רק חלק מהתמונה שכן השקעות רבות בתשתיות נעשות באופן לא ציבורי דרך השקעה ישירה של המדינה. למשל, עיקר הפיתוח של הרכבת ושל הכבישים בישראל נשען על התקציב הממשלתי, למרות גיוס האג"ח של רכבת ישראל לפני מספר שנים ולמרות פרויקטים כמו ההארכה הצפונית של כביש 6. במקרים אלה, השוק אינו צד להשקעה ואינו מודע לה עד אשר היא מסתיימת (למשל כשהכביש נפתח לתנועה). כמו כן מספר פרויקטים נמצאים בשלבים שונים של מימון באמצעות גופים מוסדיים ובנקים. אלה כוללים, בין השאר, את פרויקט תחנת הכוח בבאר טוביה, פרויקט בסיס התקשוב של צה"ל, פיתוח מאגרי כריש ותנין על ידי אנרג'יאן וכביש 16 בכניסה לירושלים. מבחינתנו, חשוב להסתכל על התמונה כולה כדי להבין את תמונת המימון בתחום התשתיות.

היקף ההשקעה בתשתיות, בגיוסים חדשים או בהמשך הזרמת כספים לפרויקטים קיימים, עבר השנה את הסכום של 15 מיליארד ₪ (כולל את פיתוח מאגרי הגז) מכספי הציבור, ללא קשר להשקעה הממשלתית. הסכום מרשים אך לא כל ההשקעה הזו מופנית לכיוון פתרון בעיות היומיום של האזרחים (הפקקים בכבישים והעומס ברכבת). שם נדרשת עוד השקעה עצומה בשילוב עם פתרונות יצירתיים על מנת להקל על הציבור ולהדביק את הפער מול מדינות מפותחות אחרות. אין ספק כי מקבלי ההחלטות ערים לכך ואנו עדים בשנים האחרונות להשקעה גוברת בתחבורה.

מכאן שאנו צופים כי מגמת הפריחה במימון תשתיות תימשך. חברת החשמל תמשיך להזדקק לציבור לצורך מחזור האג"ח שלה, הרפורמה בחברת החשמל תאיץ גיוסי חוב לצורך רכישת תחנות שיופרטו וגיוס חוב לצורך בניית התחנה החדשה של החברה בחדרה. העברת בסיסי צה"ל לדרום נמשכת. גם פיתוח רשתות המים והגז לא הסתיימה. קבוצת דלק צריכה בשנים הקרובות גם היא למצוא פתרון להחזקה של 22% שיש לדלק קידוחים במאגר תמר בהתאם למתווה הגז. גם המטרה של שר האנרגיה והמים להגדיל את היקף השימוש באנרגיות מתחדשות ובגז תביא להמשך השקעות במתקנים סולריים וברשת חלוקת הגז. משק המים צפוי להידרש להשקעות נוספות בתחום ההתפלה. ההשקעה צפויה להתחלק באופן די שווה בין השוק הציבורי לבין השוק המוסדי, כאשר חברת החשמל צפויה להוביל את הגיוסים הציבוריים ואילו הפיתוח הפרויקטלי ומכירת התחנות של חברת החשמל צפויים להישען על חוב מוסדי ובנקאי לא סחיר. אנו מעריכים כי היקפי הגיוסים ב-2019, בין אם לצרכי פיתוח ובין אם לצרכי מחזור/רכישה יהיו דומים לאלה ב-2018.

התעלומה נותרה היקף ההשקעה הממשלתית הישירה בתחום התשתיות. בהקשר זה אנו מעריכים כי הממשלה תנסה לשמר את היקף ההשקעות הקיים תוך שהיא מאיצה את מהירות הביצוע של הפרויקטים התשתיתיים באמצעות הסרת מחסומים ביורוקרטיים. נציין כי הדירוג של מדינת ישראל משקלל בתוכו את המחויבות של ממשלת ישראל למתווה הפחתת החוב כשיעור מהתמ"ג, ולכן אנו מעריכים כי האטה בצמיחה הכלכלית של המשק וצמצום במקורות תקציביים של הממשלה יובילו כנראה להאטה בקצב ההשקעה לצד קיצוצים רוחביים בתקציבי המשרדים.

התוכן המופיע במסמך זה ובאתר S&P Global Ratings Maalot Ltd וחברות הקשורות אליה (להלן, יחדיו – "S&P Global Ratings"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P Global Ratings (להלן "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P Global Ratings וממקורות אחרים אשר S&P Global Ratings מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של S&P Global Ratings בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P Global Ratings 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 Global Ratings כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P Global Ratings נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן.

S&P Global Ratings אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P Global Ratings אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

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