

זרקור ענפי-סיכום 2014 ומבט קדימה

דצמבר, 2014

מגמות אשראי

תוכן עניינים

נדל"ן

חברות התקשורת

קמעונאות מזון

בנקאות

ביטוח

חברות החזקה

תעשית הזיקוק וקמעונאות דלק

משק הגז וענף התשתיות

דשנים וכימיקלים

מימון מובנה

נדל"ן מניב

מרבית החברות מפגינות יציבות, אך מתגברים הסימנים למגמה שלילית

לאור ההאטה בפעילות במשק, מתגברים, להערכתנו, הסימנים למגמות שליליות אשר עלולות להשפיע לרעה על ביצועיהן התפעוליים של חלק מחברות הנדל"ן המניב בשנת 2015. מאידך, חלק גדול מהחברות נהנו בשנתיים אחרונות משוק הון תומך להנפקות אג"ח וקיבלו הלוואות מגופים מוסדיים בהיקפים ובתנאים נוחים על רקע סביבת הריבית הנמוכה, המרווחים הנמוכים והנזילות הגבוהה בקרב המלווים. אנו מעריכים כי גיוס החוב החדש בריביות נמוכות ובמשך חיים ממוצע ארוך יחסית, מסייע לחברות אלו בהורדת עלויות המימון והקטנת עומס חלויות החוב בשנים הבאות.

להערכתנו, ובהתבסס על ניסיון העבר של Standard & Poor's, תחום המשרדים הנו בדרכ כלל החשף ביותר להאטה כלכלית, אף יותר מתחומים אחרים בנדל"ן המניב. בנוסף, על פי תכניות הפיתוח הנוכחיות של החברות, במהלך השנים הבאות צפויים להתווסף למלאי הקיים שטחי משרדים חדשים בהיקף גבוה, בהמשך למלאי הגדול שנוסף בשנה האחרונה, ותוספת זו עלולה להאיץ את המגמה השלילית. עם זאת, בשלב זה אנו מעריכים כי שיעורי התפוסה בענף יישארו יציבים בטווח הקצר, בין היתר בזכות ניהול אקטיבי והענקת תמריצים לשוכרים.

ענף המרכזים המסחריים ממשיך להפגין יציבות יחסית בשלב זה. חברות הנדל"ן המובילות בתחום עדיין ממשיכות ליהנות מביקוש לשטחים בקניונים הקיימים, אך אנו עוקבים בזירות אחר ההשלכות השליליות האפשריות של ההאטה בצמיחה הכלכלית והעלייה ביוקר המחיה אשר עלולות להביא לירידה במכירות ולקשיים של השוכרים לעמוד בדמי השכירות הגבוהים שיאלצו את בעלי הנכסים לתת הנחות. ההאטה עשויה להעיב גם על הביקוש לשטחי מסחר חדשים ולהגדיל את רמת הסיכון בענף.

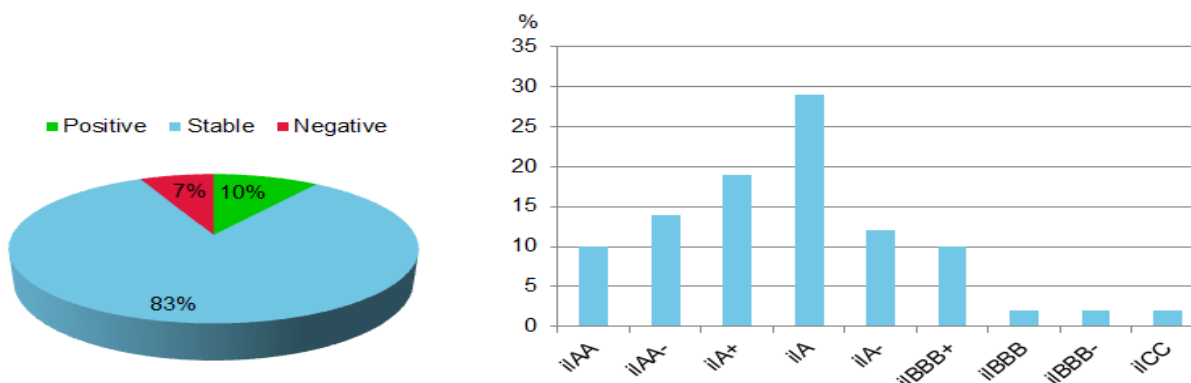
חברות נדל"ן רבות מתמקדות כיום במאמצים להקטין את רמת המינוף. חלק ניכר מההנפקות מגובות בביטחונות מכל הסוגים. אין ספק כי סביבת הריבית והמרווחים הנמוכים ברמה היסטורית עודדו חברות נדל"ן נוספות להצטרף למעגל החברות המנפיקות וכן הגבירו את השתתפותם של המשקיעים בהנפקות חוב של חברות ברמות דירוג נמוכות יותר בשל המרדף אחר תשואה גבוהה יותר.

בהתייחס לרמת הנזילות של חברות הנדל"ן המניב, חלק ניכר (64%) מהחברות המדורגות על ידינו שומרות על נזילות "הולמת" לפי הגדרתנו. ליתר החברות נזילות "פחות מהולמת" או "חלשה", על פי הגדרתנו. לא חל שינוי מהותי בהתפלגות של רמות הנזילות בהשוואה לשנה הקודמת. במרבית המקרים, החברות שהוגדרו כבעלות רמת נזילות "הולמת" שמרו על רמת מקורות נאותה גם השנה, בין היתר באמצעות קווי אשראי מובטחים או באמצעות מחזור חוב מבעוד מועד. החברות שבשנה הקודמת הוגדרו כבעלות רמת נזילות "פחות מהולמת" ממשיכות להסתמך על מימושי נכסים או על מקורות חלופיים בעלי רמת ודאות נמוכה יחסית.

בהתייחס להתפלגות איכות האשראי של חברות הנדל"ן המניב, עולה כי כ-60% מהחברות מדורגות בקבוצת ה-ilA (ראו תרשים 1). מבחינת תחזית הדירוג עולה כי יותר מ-80% מהחברות תחזית דירוג "יציבה". עוד עולה מתרשים 1 כי רק לכ-

7% מהחברות המדורגות יש תחזית דירוג שלילית/CW בסוף 2014. השיפור נובע בעיקר ממאמצים שהשקיעו חלק מהחברות בהורדת המינוף הפיננסי במקביל לירידה בעלויות המימון.

גרף מספר 1: התפלגות דירוגי האשראי ותחזית הדירוג של חברות הנדל"ן המניב



יזום למגורים בישראל

הבחירות לכנסת ואי יישום התכניות להורדת מחירי הדיור יביאו בטווח הקצר לעלייה במספר העסקאות ולעליית מחירים

כתוצאה מהבחירות לכנסת העומדות בפתח ואי יישום תוכניות "מע"מ אפס", אנו צופים כי בטווח המידי יתפרצו הביקושים הכבולים לדיור שהצטברו בחודשים האחרונים. זאת על רקע הירידה המשמעותית במספר העסקאות (כ-18%) אשר נצפתה בחודשים ינואר-אוגוסט 2014, בעיקר בדירות חדשות במחירים נמוכים ושל רוכשי דירה ראשונה. להערכתנו, הירידה נבעה בעיקר מציפייה של קונים רבים לירידות מחירים ולניצול הטבות בעקבות הכרזת הממשלה במרץ 2014 על תוכניות לרפורמות בשוק הדיור (מע"מ אפס ומחיר מטר). לאור זאת, אנו מעריכים שבשנת 2015 נראה עלייה במספר העסקאות ומגמת העלייה במחירים תימשך.

העלייה בביקוש לדירות וההיצע המוגבל מסבירים את עליית המחירים בשנים האחרונות בשוק הדיור למגורים בישראל. עלויות אשראי נמוכות ומחסור באלטרנטיבות השקעה תומכים אף הם בביקושים גבוהים. זאת, לצד צוואר בקבוק בהליכי התכנון והרישוי אשר משפיעים לרעה על היקפי היתרי הבנייה. במקביל, אנו מעריכים כי ההאטה בפעילות המשקית והאינפלציה הנמוכה ימשיכו להגביל את המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, לפני העלאת ריבית הדרגתית. כלומר, עלויות האשראי הנמוכות ימשיכו לתמוך בביקוש לדיור בשנת 2015. עם זאת, העלאה הדרגתית של הריבית על ידי בנק ישראל, אם תבוצע, עשויה למתן במידה מסוימת את היקפי המשכנתאות ואת עליית המחירים.

במבט רחוק יותר, בטווח הבינוני אנו מעריכים כי קצב העלייה במחירי הבתים יואט, עקב גידול בהיצע ונורמליזציה הדרגתית של המדיניות המוניטרית. קצב התחלות הבנייה בארבע השנים האחרונות היה גבוה מ-40 אלף יחידות בשנה, ולכן עשוי להוביל להיצע הגבוה מהגידול הטבעי של משקי הבית בישראל. בנוסף, הממשלה פועלת להגדיל את ההיצע, בעיקר באמצעות ניסיונות להגביר את שיווק הקרקעות המיועדות לבנייה פרטית.

חברות מארה"ב המנפיקות אג"ח בישראל

שיעורי התפוסה הגבוהים והעלייה בשכר הדירה בעיר ניו יורק צפויים להימשך

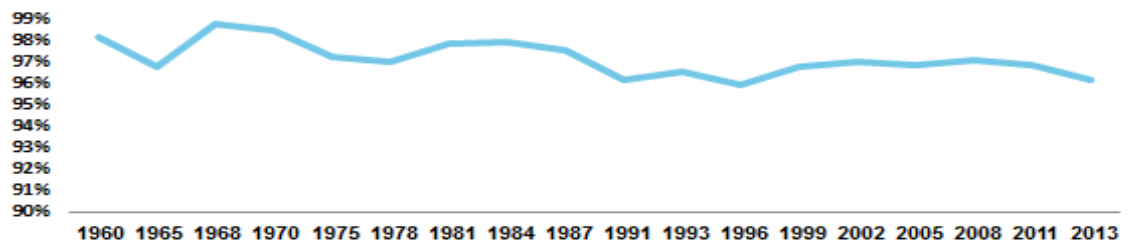
בשנים האחרונות החלו חברות נדל"ן מניב הפועלות בארה"ב להנפיק אג"ח בישראל, תופעה אשר התגברה בשנה האחרונה עם חמש חברות שהנפיקו אג"ח בבורסה המקומית וחברות נוספות הצפויות בשנת 2015 לנסות ולהצטרף למעגל ההנפקות. רוב חברות הנדל"ן שהנפיקו אג"ח לציבור בישראל הן חברות נדל"ן מניב הפועלות בעיר ניו יורק רבתי, אחד משוקי הנדל"ן המפותחים והמגוונים ביותר בעולם.

אנו צופים כי בשנת 2015 יישמרו שיעורי התפוסה הגבוהים בשוק ההשכרה למגורים בעיר ניו יורק והעלייה בשכר הדירה תימשך, לאור העובדה כי היצע הדירות להשכרה ממשיך לפגר אחרי הגידול בביקוש - מגמה אותה אנו רואים כגורם התומך בהערכת סיכוני האשראי של החברות המדורגות הפועלות בשוק זה.

כתוצאה מהצלחת העיר למשוך אנשים מכל רחבי העולם מחד וההיצע המצומצם יחסית של דירות להשכרה מאידך, שוק הדירות להשכרה בניו יורק שומר על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך השנים. שיעורי התפוסה ברבעים העיקריים, עומד כיום על 96%-98%. שיעורי התפוסה הגבוהים לאורך זמן מחזקים את מגמת העלייה בשכר הדירה.

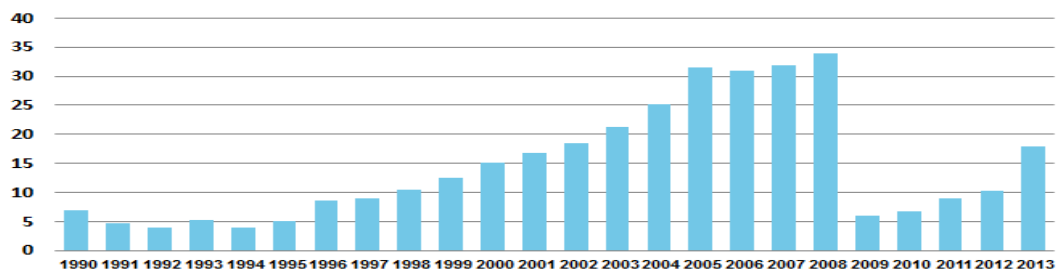
אף שלאחרונה חלה עלייה במספר היתרי הבנייה ועל אף המאמצים של קברניטי העיר להגדיל את היצע הדירות, בדגש על דיור בר השגה, איננו צופים שההיצע ידביק בטווח הנראה לעין את הביקוש הגדל.

גרף מספר 2: שיעורי התפוסה של דירות להשכרה בעיר ניו-יורק



Source: U.S. Bureau of the Census and New York Housing and Vacancy Survey

גרף מספר 3: היתרי בניה שהונפקו בעיר ניו-יורק באלפים 1990-2013



Source: U.S. Bureau of the Census, Manufacturing and Construction Division Building Permits Branch

תחרות מתמשכת, שחיקה ברווחיות אך התמתנות קצב הקיטון בהכנסות. השלכות מנוגדות של הרגולציה על עתיד השחקנים בשוק. צמצום במספר המפעילים הסלולריים בשוק הכרחי בטווח הרחוק.

התחרות האינטנסיבית שאפיינה את שוק התקשורת בשנים האחרונות, נמשכה גם לתוך שנת 2014 והתבטאה בהמשך השחיקה בהכנסות ובהיקף הניוד (נטו) של שלוש חברות הסלולר הוותיקות (סלקום, פרטנר ופלאפון) וכן בירידה ברמת הרווחיות התפעולית. יחד עם זאת, אנו עדים להסתגלות השוק לתחרות ולהתמתנות מסוימת ברמת התחרות בשנת 2014, אשר באה לידי ביטוי בירידה בקצב הקיטון בהכנסות בשנת 2014 לעומת שנת 2013.

בשנת 2014 אנו עדים להמשך התנודתיות בשיעורי הנטישה של חברות התקשורת. שיעורי הנטישה של סלקום ופרטנר עלו בהשוואה לשנת 2013, בעוד שפלאפון הציגה קיטון בשיעורי הנטישה. שלוש חברות הסלולר הוותיקות הציגו שחיקה ניכרת במספר המנויים, אך סלקום עדיין שומרת על נתח השוק הגבוה בענף. יתרה מכך, להערכתנו, על אף שיעורי הניוד הגבוהים, היחס בין נתחי שוק החברות נשמר. אנו מעריכים כי בטווח הבינוני, נתח השוק של סלקום ופרטנר יהיה זהה.

מגמת השחיקה נמשכה גם בגזרת ההכנסה הממוצעת ללקוח (ARPU). חברות הסלולר הציגו קיטון ב-ARPU לרמות של 70-78 ₪ לחודש בתשעת החודשים הראשונים של 2014, כאשר ההכנסה הממוצעת ללקוח של פלאפון ופרטנר היא בין הגבוהות. על אף השחיקה ברמת הרווחיות התפעולית של החברות בשוק הסלולר בשנת 2014, אנו מעריכים את רמת הרווחיות כממוצעת, בהתאם למתודולוגיה שלנו.

על מנת להתמודד עם רמת התחרות בשוק הסלולר, פעלו החברות הוותיקות למציאת פתרונות לצמיחה בהכנסות ולמיניעת שחיקה ברווחיות התפעולית. במהלך שנת 2014, התמקדו החברות במכירות ציוד קצה אשר נפגעו בשנים האחרונות מפעולות היבוא המקביל והמכירה בחנויות הפרטיות, וכן פעלו לקיצוץ נוסף בעלויות. סלקום ופרטנר המשיכו לפעול לקיטון רמות החוב. כמו כן, לנוכח האפשרויות המוגבלות של החברות לצמצום ההוצאות, ביצעו החברות שינויים במדיניות בעלי המניות על מנת להתאימה לצמצום בתזרימי המזומנים. החברות גם פועלות בשוק למתג עצמן כמובילות בפן הטכנולוגי בכפוף לאישורים הרגולטורים המתאימים, לדוגמה באמצעות פריסת רשת 4G, היערכות להשקת שירותי טלוויזיה על גבי אינטרנט ועוד.

בהמשך למגמה, גם בשנת 2014 פעל הרגולטור לביצוע מספר מהלכים מרכזיים. הרשות להגבלים עסקיים אישרה הקמת רשת דור רביעי משותפת בין פרטנר והוט ואחריו גם בין גולן טלקום וסלקום, ונראה כי משרד התקשורת פועל להוצאת מכרז דור LTE-4 עד סוף השנה. בנובמבר 2014 הושלמה רפורמת השוק הסיטונאי להגברת התחרות בשוק התקשורת הקווית, המאפשרת לחברות לרכוש קו מבזק (והוט בהמשך) תמורת תשלום חודשי במחיר סיטונאי קבוע וכן תמורת עלות לשימוש (עלות למגה). במהלך שנת 2014, החל לפעול מיזם הסיבים האופטיים של חברת החשמל ו-IBC unlimited, המספק שירותי תוכן על בסיס תשתית סיבים אופטיים מהירה. והרשות להגבלים עסקיים אישרה את ביטול ההפרדה המבנית בין בזק ל-Yes והיתכנות למיזוג.

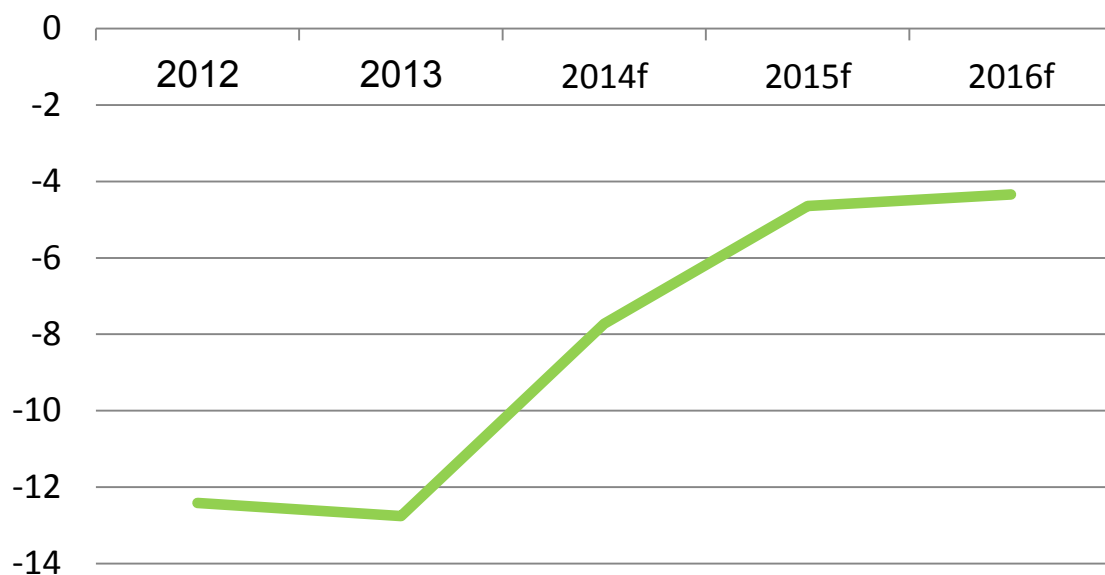
בנוסף, כפועל יוצא מאישור רפורמת השוק הסיטונאי והעלייה במהירות האינטרנט, הודיעו חברות סלקום ורמי לוי על כניסתם לתחום הטלוויזיה הרב ערוצית.

במבט קדימה ולנוכח התמורות שחלו בשוק התקשורת בשנים האחרונות בכלל ובשנה הנוכחית בפרט, וכן לאור השקתה של חברת וואלה! בתחום הסלולר, אנו מעריכים כי התחרות בשוק הסלולר תימשך בטווח הבינוני-ארוך אך הירידה בהכנסות תואט. החברות ימשיכו לפעול לשימור נתח שוק אפילו על חשבון ירידה ברווחיות. אנו מעריכים גם כי ההכנסה הממוצעת ללקוח תקטן בטווח הקרוב וכי התייצבות תיתכן רק בסוף שנת 2016. מספר המנויים בתחום התקשורת הקווית ימשיך לרדת וכן יימשך הצמצום בהכנסות מתחום זה.

נכון להיום, המחיר הסיטונאי הסופי שנקבע בשוק הסיטונאי אינו אטרקטיבי דיו להשתתפות בשוק הסיטונאי. במיוחד בכל הנוגע להצעת חבילות אינטרנט במהירות גבוהה ולשירותי טלוויזיה. כמו כן, אנו מעריכים כי מיזם הסיבים האופטיים של חברת החשמל לא יתרום משמעותית להגברת התחרות בשוק. בטווח הארוך, אנו מעריכים כי התחרות בשוק תתייצב על קיומן של ארבע קבוצות תקשורת מרכזיות בשוק.

נושא הדיבידנדים בענף עדיין מהווה בעיה מהותית, ולא ברור כמה זמן יאפשרו בעלי המניות הממונפים לחברות הסלולר להימנע מחלוקת דיבידנדים על מנת לחזק את הנזילות שלהן.

גרף מספר 4: שיעור הצמיחה הצפוי להכנסות של חברות הטלקום בישראל



תחרות מתמשכת בשוק וירידה בצריכה מובילה לשחיקה ברווחיות התפעולית של רוב חברות המזון.

שנת 2014 המשיכה להציב אתגרים בפני קמעונאיות המזון. כתוצאה מהתגברות התחרות בשוק על רקע גידול כוחה של הרשת הרביעית על חשבון הקמעונאיות המובילות, מחאת יוקר המחיה, הרגולציה והרפורמות שנקבעו השנה, אנו עדים לירידה בהכנסות ולמגמת שחיקה בשיעור הרווחיות התפעולית של רוב השחקנים בשוק קמעונאות המזון, בעיקר שתי המובילות (שופרסל בע"מ (ilA-/Stable) ואלון רבוע כחול ישראל בע"מ). לאור גורמים אלו בשילוב עם הצפי להאטה בצמיחה והירידה בצריכה הכוללת, אנו מחשיבים כיום את ענף המזון כענף בר סיכון רב יותר מבעבר.

בשנים האחרונות, על רקע מחאת יוקר המחיה ושינוי בהעדפות הצרכנים, התחזקו חנויות הדיסקאונט הפרטיות על חשבון הקמעונאיות הגדולות, דבר שהוביל את האחרונות לבצע שינויים אסטרטגיים בהתנהלותן. במהלך שנת 2014 הוציאה שופרסל לפועל תכנית התייעלות נרחבת הכוללת, בין היתר, מהלכים של הורדת מחירים, צמצום הנחות על תווי קנייה, צמצום סניפים וצמצום כח אדם. כתוצאה ממהלכים אלה של החברה וכן משינוי בדפוסי ההתנהלות של הצרכנים אשר מקפידים יותר ויותר על מחיר וכמות, הציגה החברה סטגנציה עד ירידה מסוימת בהכנסות ושחיקה משמעותית ברווחיות התפעולית. גם קמעונאיות המזון האחרות, כולל רמי לוי, סבלו מירידה ברמת הרווחיות התפעולית.

במהלך שנת 2014, בניגוד לשנים עברו, אנו עדים להתמתנות בקצב הצמיחה בהכנסות ולקיטון בקצב פתיחת חנויות של כל השחקנים בשוק. בעוד הרשתות המאורגנות משנות מיתוג ומתקרבות לכיוון הדיסקאונט, רשתות הדיסקאונט יוצאות מאזורי התעשייה ומתרחבות למרכזי הערים, בעיקר בפריפריה, בשל היתרונות הנובעים מהימצאות רשתות מזון במרכזים מסחריים. פירוקה של רשת קוסט 365 לא משפיעה מהותית על השוק, היות שחלק מחנויותיה נמכרו לקמעונאים מתחרים והחנויות הספורות שנותרו ברשת תחת ההנהגה החדשה לא מהוות, להערכתנו, תחרות משמעותית בענף.

במהלך שנת 2014 גם יצאה לדרך תכנית הרגולציה הכוללת את רפורמת המזון החדשה – החוק לקידום התחרות בענף המזון. לרפורמה זו צפויות השפעות שונות על השחקנים בשוק כתוצאה מחוק הסדרות, מגבלת נתח שוק באזורי ביקוש שקבעה הרשות להגבלים עסקיים וחוק שקיפות המחירים. לנוכח הבחירות הקרבות במהלך מרץ 2015, ייתכן שיישומן של חוק המזון, אשר היה אמור לצאת לפועל במהלך המחצית הראשונה של שנת 2015, ידחה אל לקראת סוף 2015 או תחילת 2016. אנו מניחים כי חוק שקיפות המחירים יועיל לרשתות הקטנות המתחרות בגזרת המחיר ועשוי להשפיע באופן שלילי על החברות המובילות בשוק.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי לנוכח שיפור בגישה למידע השוואתי בין המחירים והמוצרים של השחקניות השונות וכן שינוי בהעדפות הצרכנים למחיר על חשבון כמות, התחרות תמשיך להוות את אחד מהמאפיינים העיקריים בשוק המזון בשנת 2015. הענף ימשיך להציג עלייה בנתחי השוק של הרשתות הקטנות על חשבון הקמעונאיות המאורגנות והמכולות, וכן צפוי גידול בשימוש בערוצי הפצה אינטרנטיים. כמו כן, אנו מניחים כי לנוכח מגמת השינוי בצריכה ולצורך גידול בהכנסות וקיטון בהוצאות, יפעלו החברות להחזרה מסיבית של מוצרי המותג הפרטי. אנו מעריכים כי התאוששות בשערי הרווחיות התפעולית תחול רק בטווח הבינוני-רחוק.

בשנת 2014 המשיכה המערכת הבנקאית המקומית להתמודד עם תנאים מאקרו כלכליים מאתגרים לרבות צמיחה מתונה וביקוש חלש לאשראי מצד הסקטור העסקי וסביבת ריבית נמוכה. כל זאת לצד שינויים רגולטוריים מתמשכים התומכים ביציבות הבנקים בטווח הארוך אך מגבילים את הצמיחה והרווחיות בטווח הקצר.

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2014 ניכרה צמיחה מתונה בהיקף האשראי, שנבעה בעיקר מאשראי קמעונאי (משכנתאות). ההפרשות להפסדי אשראי נותרו, עד כה, נמוכות, וזאת על אף השחיקה בפרופיל הפיננסי של חלק מהלווים הגדולים. רווחיות הבנקים נותרה יציבה יחסית, למרות תנאים מאתגרים של סביבת ריבית נמוכה אשר יוצרת לחץ על המרווח הפיננסי.

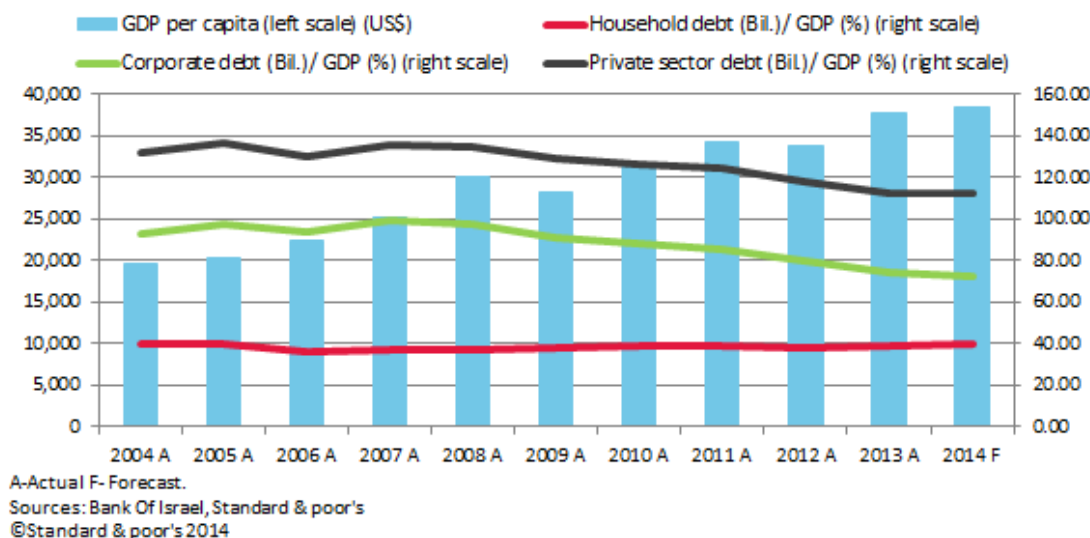
אנו מעריכים כי רווחיות המערכת הבנקאית תישאר תחת לחץ בשנת 2015 (התשואה על ההון תישאר חד ספרתית או דו ספרתית נמוכה) בשל ההאטה הצפויה בכלכלה המקומית והמשכה של סביבת ריבית נמוכה. בנוסף, על רקע הצמיחה הגבוהה בהיקף המשכנתאות בשנים האחרונות, האטה מהותית יותר בכלכלה, אשר עלולה להוביל לגידול בשיעור האבטלה ושחיקה ביכולת החזר החוב של משקי הבית, עשויה ליצור לחץ שלילי נוסף על המערכת הבנקאית.

בהשוואה גלובאלית, חוסנם של הבנקים הישראליים הוא ממוצע. המערכת הבנקאית המקומית היא מערכת בשלה בעלת כוחות תחרותיים יציבים יחסית ורמת פיקוח הדומה, להערכתנו, למקובל במדינות המפותחות. הרווחיות מוגבלת ע"י היעילות התפעולית הנמוכה של הבנקים הישראליים בהשוואה גלובאלית, הנובעת מקיומם של ועדי עובדים והסכמי שכר קיבוציים אשר מגבילים את גמישות מבנה ההוצאות של הבנקים. אנו מעריכים כי הסביבה הכלכלית המתגברת, 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 והירידה 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 הצמיחה הנמוכה של האשראי לסקטור העסקי. (ראה גרף 5). יש לציין כי צמיחה אגריסיבית 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 הגלובאליים או בגין התדרדרות מקומית במצב הביטחוני-מדיני, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על דירוגי הבנקים המקומיים.

גרף 5: התפתחות נטל החוב של המגזר הפרטי בישראל



ביטוח

מיכל גור כגן- מנהלת תחום מוסדות פיננסיים

ענף הביטוח המקומי הושפע השנה לרעה מהמשך תהליך הורדת הריבית שהוביל להגדלת עתודות על חשבון הרווחיות השוטפת. להערכתנו, הימשכות של סביבת ריבית נמוכה מהווה אתגר עבור חברות הביטוח.

דירוגי חברות הביטוח הישראליות מושפעים בעיקר מפיזור עסקי רחב, היות שרוב החברות הגדולות הן 'רב תחומיות' ועוסקות בביטוח חיים, ביטוח כללי וביטוחי בריאות. כמו כן, מרכיב מהותי מהנכסים בתחום החיסכון ארוך הטווח (נכסים מנוהלים בפנסיה וגמל) אינו כולל סיכון ישיר (למעט סיכון תפעולי), ופרופיל ההשקעות של מרבית חברות הביטוח הוא הולם בפרספקטיבה גלובאלית. עם זאת, הדירוגים מוגבלים ע"י חשיפה מהותית לסיכונים שוק בשל הישענות גבוהה על רווחי השקעות, הלימות הון בינונית בהשוואה גלובלית, גמישות פיננסית מוגבלת בטווח הקצר בשל אתגרים הכרוכים במבני השליטה של חלק מהקבוצות וסיכונים רגולציה.

החשיפה לסיכונים שוק בישראל מהותית בעינינו, שכן רווחי השקעות גורמים במידה רבה לתנודתיות ברווחיות תחום ביטוח החיים. בנוסף, בתחומי הביטוח האלמנטרי, החברות מסתמכות במידה ניכרת על רווחי השקעות, תוך הצגת רווחיות חיתומית נמוכה, ואף שלילית, בחלק מענפי הפעילות. כתוצאה מכך, רווחי/הפסדי החברות הינם תנודתיים. להערכתנו, הלימות ההון הינה בינונית ביחס לרמת הסיכונים.

שינויים רגולטוריים השפיעו רבות על הרווחיות ועל מבנה ענף הביטוח בשנים האחרונות, בעיקר בענף ביטוחי החיים ובענף ביטוחי הבריאות. למוצרי ביטוח החיים בישראל חשיפה גבוהה לסיכון אריכות ימים, בשל מקדמי קצבה מובטחים אשר נקבעים בעת חיתום הפוליסה. על רקע חשיפה זו, הוביל המפקח על הביטוח מהלך שבו נדרשו כל החברות להגדיל את

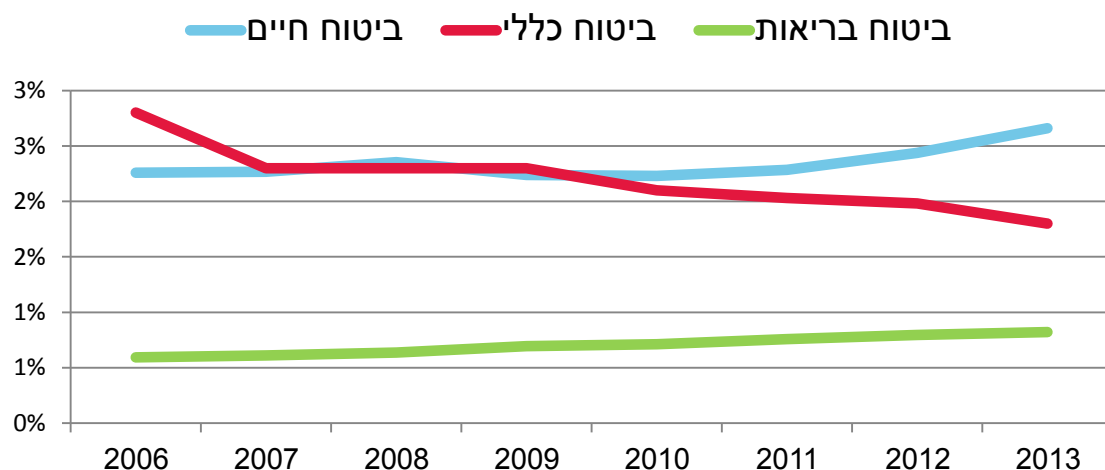
היקף עתודות החיים הקיימות בגין עדכון לוחות התמותה. בנוסף, חל איסור על המשך מכירת פוליסות עם מקדמי קצבה מובטחים. אנו מעריכים כי הסטת עיקר החיסכון לפנסיה תוריד את רמת הרווחיות האבסולוטית אך לא בהכרח את רמת הרווחיות מותאמת סיכון. זאת בשל העדר החשיפה של המבטח לסיכונים ביטוחיים והשקעתיים (לרבות סיכונים עקיפים בדמות דמי ניהול משתנים) בפנסיה, לעומת פוליסות ביטוח מנהלים. אנו מעריכים כי בטווח הארוך, מהלך זה יתמוך בחוסן של חברות הביטוח, בשל צמצום מהותי של החשיפה לסיכון התארכות תוחלת החיים שהוא אחד מהסיכונים המהותיים ביותר העומדים בפני חברות ביטוח חיים בעולם.

אנו מעריכים כי שינויי הרגולציה בענפי ביטוח החיים והבריאות, המגבילים את הרווחיות בענפים אלו, עשויים לדחוף את חברות הביטוח המקומיות להגדלת רווחיות הליבה (הרווחיות החיתומית) מעסקי הביטוח הכללי שהיא בינונית ואף חלשה בחלק מהמגזרים (כגון רכב) בהשוואה גלובלית.

אנו מעריכים כי מבני השליטה הנוכחיים של חלק מהקבוצות והאתגרים הכרוכים בשינוי מבניי הבעלות, בפרט לאור הסבירות הנמוכה של כניסתם של בעלים אסטרטגיים (כגון קבוצות ביטוח גלובליות) לשוק המקומי, מגבילים את הגמישות הפיננסית של חלק מקבוצות הביטוח המקומיות בטווח הקצר- בינוני.

לצד ענף הביטוח האלמנטרי הרווי וענף ביטוח החיים מוטה הרגולציה, מנוע הצמיחה העיקרי של סקטור הביטוח בישראל בשנים האחרונות היה ענף ביטוחי הבריאות. ענף זה הציג לאורך השנים האחרונות שיעורי צמיחה חדים הן בתחום הסיעודי והן בתחומי מחלות ואשפוז. עם זאת, אנו מעריכים כי שינויים רגולטוריים נוספים בענף הבריאות, במסגרת ועדת גרמן ותוכניות ייעול ושיפור שירותי הבריאות הציבוריים, עשויים לשנות את מבנה הענף ורווחיותו בשנים הקרובות. איננו רואים סבירות גבוהה לפעולות דירוג חיוביות בענף הביטוח המקומי בעתיד הנראה לעין. זאת בשל שולי ההון הנמוכים יחסית בהשוואה גלובלית, המספקים כרית מוגבלת לספיגת התנודתיות ברווחיות, החשיפה של הענף לשוק ההון, השפעות אפשריות של שינויים רגולטוריים ואי הוודאות באשר לשינויי הבעלות בחלק מהחברות והשפעתם על הסביבה התחרותית וחוסן הפיננסי של החברות.

גרף 6: התפתחות שיעורי חדירה בענפי הביטוח בישראל (פרמיות כאחוז מהתוצר)



חברות החזקה

יובל טורבטי, מנהל תחום דירוגי חברות Senior Industrial Analyst

מרבית חברות ההחזקה הישראליות, ובעיקר חברות בעלות מינוף גבוה, עסקו בשנת 2014 במאמצים להגדיל את האמצעים הנזילים שלהן, מגמה אשר נמשכת משנת 2013. הן עשו זאת באמצעות הנפקות חוב בסביבת מרווחי אשראי נמוכים, או באמצעות מימוש נכסים.

שלא כמו בשנים 2012-2013, חברות ההחזקה המדורגות לא סיפקו כותרות מרעישות בשנה החולפת, אם כי היו מספר אירועים משמעותיים. אולי האירוע המרכזי ביותר בזירה הישראלית היה חזרתה של חברת אי.די.בי פתוח בע"מ, הפעם כחברה ציבורית, תחת בעלי שליטה חדשים ומבנה הון משופר אך עדיין מאד מאתגר. נזכיר כי אי.די.בי פתוח הגיעה ביוני 2013 לכשל פירעון כללי (D) בעקבות הוראת בית המשפט לעצור תשלומים לנושי החברה. הדירוג של אי.די.בי פתוח לאחר הסדר החוב (ilBB) משקף בעיקר את רמת המינוף הגבוהה מאד של החברה יחד עם אתגרים משמעותיים בפרופיל הנזילות, שצפויים כבר בשנת 2015.

אירוע משמעותי נוסף בשנת 2014 היה השלמת המיזוג בין כור תעשיות בע"מ לבין חברת השקעות דיסקונט בע"מ (דסק"ש). המיזוג, שכלל מכירת מלוא הפוזיציה של כור במניות Credit Suisse ופירעון מוקדם של כל החוב הפיננסי של כור, תרם רבות להורדת המינוף ולשיפור פרופיל הנזילות של דסק"ש. מעמדה הפיננסי של דסק"ש השתפר גם בעקבות גיוס מוצלח של אג"ח סחיר ומימוש חברת גיוון אימג'ינג בע"מ ברבעון הראשון של 2014. הפעולות החיוביות הללו הובילו להעלאת דירוג של דסק"ש (ל- ilBBB+/Stable) בקיץ 2014. מאידך, ברבעון הרביעי של 2014, ירידות חדות בשערי המניות המוחזקות של דסק"ש ואינדיקציות מאכזבות לשווייה של חברת "אדמה" במסגרת ניסיון להנפקת הון ראשוני (IPO), הובילו לעליה במינוף ולפגיעה ביכולת החברה לבצע מימון מחדש (refinance) בטווח הבינוני והארוך. האירועים האחרונים הובילו להורדת הדירוג של דסק"ש לדירוג ilBBB.

למעט פעולות הדירוג בדסק"ש, התאפיינה שנת 2014 ביציבות בדירוגים של חברות ההחזקה המדורגות. עם זאת, בלטה הורדת הדירוג של קרדן NV בספטמבר 2014 מדירוג ilB לדירוג ilCC. הורדת הדירוג של קרדן NV לדרגה אחת לפני כשל פירעון נבעה ממצוקת נזילות חמורה ומהעדר התקדמות מספקת במימוש נכסים. קרדן NV נמצאת כיום בהתדיינות עם נושיה על הסדר חוב עתידי.

בניגוד לחברות תפעוליות שבדרך כלל נוטלות חוב על מנת לרכוש אמצעי ייצור ולממן צורכי הון חוזר, חברות החזקה מגייסות חוב על מנת לממן השקעות במניות של חברות אחרות. כתוצאה מהמודל העסקי שלהן, חברות ההחזקה חשופות לתנודתיות הגלומה במחירים של נכסיה הסחירים, ולשינויים בשווי הנכסים הפרטיים המושפע ישירות מהאקלים השורר בשוק המיזוגים והרכישות. דיבידנדים שמקבלות חברות ההחזקה משמשים אותן לשירות הוצאות הריבית והוצאות המטה, וקרן החוב בדרך כלל ממוחזרת. אי לכך, חברות ההחזקה חשופות גם לביצועים התפעוליים של החברות המוחזקות ולצורכי ההשקעה והמימון שלהן.

הביצועים של מדדי המניות המובילים בשנת 2014 בבורסה לניירות ערך בתל אביב היו מאד פושרים (עלייה של כ-3% במדד ת"א-25 נכון ל-22 לדצמבר) והשוק היה תנודתי ועצבני. זאת בהשוואה לשנת 2013 בה עלה מדד ת"א-25 בכ-12%. שווי של הנכסים הסחירים של חברות ההחזקה שמר על יציבות יחסית ומגמת המימושים אמנם המשיכה בשנה שחלפה, אך בעצימות נמוכה יותר לעומת ב-2012-2013. לפיכך, לא ראינו מגמה ברורה של הורדת מינוף במרבית חברות ההחזקה, וזו נותרה גבוהה מאד, בממוצע, בהשוואה לקבוצת הייחוס הגלובלית. ממוצע יחס החוב לנכסים נטו (LTV) של חברות ההחזקה המדורגות בישראל הוא 48%. ניתן לציין את י.ו.א.ל ירושלים בע"מ (ilAA-/Stable) ואת החברה לישראל בע"מ (ilA+/Stable) כיוצאות דופן, עם שיעור מינוף של כ-5% וכ-25%, בהתאמה. בצד הגבוה של הסקאלה, נציין את אי.די.בי פתוח ודסק"ש עם רמות מינוף של 70% ומעלה. לשם השוואה, רמת המינוף הממוצעת של כ-25 חברות ההחזקה המדורגת על ידי S&P ברחבי העולם היא כ-30%.

במבט קדימה לשנת 2015, אנו סבורים שחברות ההחזקה עם מינוף של למעלה מ-50%, שלא נערכו מבעוד מועד עם מזומנים, יאלצו לממש נכסים על מנת לעמוד בפירעונות החוב שלהן, שכן מיחזור חובות היא משימה מאתגרת מאד עד בלתי אפשרית לחברות החזקה בעלות מינוף גבוה. אנו צופים גם המשך למגמת ההתכווצות של תיקי ההשקעות של מרבית חברות ההחזקה, תהליך שעברו כמעט כולן בשלוש השנים האחרונות. חברות ההחזקה יאלצו לבחור את נכסי הליבה שברצונן לשמור, ויפרדו מנכסים אחרים על מנת להתמודד עם עומסי חוב כבדים. באשר לרמת המינוף, מכירת הנכסים תשפיע לחיוב על רמות ה-LTV, אך הרבה מאד תלוי גם בביצועים של שוק המניות ב-2015, שיכולים לקזז הישגים אלה במקרה של ירידת שערים. בכל מקרה, עדיין איננו צופים שהמינוף הממוצע של החברות הישראליות יגיע לרמות המינוף הנהוגות באירופה, שכאמור, נמוכות באופן משמעותי.

תעשיית הזיקוק וקמעונאות הדלק

מתן בינימין, מנהל תחום תעשייה ואנרגיה

מרווחי הזיקוק באירופה בשנת 2015 צפויים להמשיך להיות נמוכים בעקבות החולשה בפעילות הכלכלית. המרווחים של בזן ופז צפויים להיות פחות תנודתיים לאור השלמת הפרויקטים והשימוש בגז טבעי כתשומה עיקרית

במהלך השנה החולפת לא חלו שינויים מהותיים בדירוגי חברות הדלק ושני בתי הזיקוק הפועלים בישראל. בגזרת חברות הדלק ראינו יציבות יחסית בתוצאות התפעוליות במחצית הראשונה של השנה, ואילו תוצאות הרבעון השלישי הושפעו לרעה ממבצע "צוק איתן". הביצועים התפעוליים של בתי הזיקוק השתפרו במהלך השנה בעקבות השלמת מספר פרויקטים אשר השפיעו לחיוב על רווחיותם של בתי הזיקוק הישראליים. נכון לתום הרבעון השלישי, ביצועיהן של חברות הדלק המדורגות תואמים את תרחישי הבסיס שלנו לשנת 2014 ואנו צופים שמגמה זו תימשך לתוך שנת 2015. בין פעולות הדירוג הבולטות בשנת 2014 ניתן למנות את שינוי תחזית הדירוג של פז נפט (ilA+) משלילית ליציבה. כיום, תחזית הדירוג של כל חברות האנרגיה המדורגות היא "יציבה", כך שאיננו צופים שיחולו שינויי דירוג מהותיים בשנת 2015.

מתחילת הרבעון השלישי של 2014 חלה ירידה חדה במחיר הנפט מסוג ברנט, מכ-\$110 לכ-\$60 לחבית. אנו סבורים כי בטווח הארוך קיים מתאם גבוה בין מחיר הנפט הגולמי למחירי המוצרים הסופיים. אולם לעיתים, שינויים במחירי סל המוצרים מפגרים אחר השינויים במחיר הנפט הגולמי, ולכן ירידה במחיר הנפט עשויה להביא לפתיחת המרווחים ולשיפור ברווחיות, כפי שאכן קרה במרווחי הייחוס בתחום הזיקוק מאז החלה הירידה במחירי הנפט. בנוסף, פעמים רבות מאפשרת הירידה במחירי הנפט לבתי הזיקוק להגדיל את תזרים המזומנים בעקבות קיטון בהשקעה בהון החוזר כמתבטא בירידה בסעיף המלאי, הספקים והלקוחות. כמו כן, אנו צופים כי הביצועיים התפעוליים של בתי הזיקוק הישראליים יושפעו לחיוב מהפיחות בשער השקל מול שער הדולר, העומד על כ-13% נכון ל-22 בדצמבר, 2014. זאת משום שעלויות השכר של בתי הזיקוק שקליות ואילו בסיס ההכנסות הוא דולרי.

למרות העלייה שחלה במרווחים החל מקיץ 2014 צופה Standard & Poor's כי בשנת 2015 מרווחי הזיקוק באירופה יילחצו כלפי מטה בעקבות ביקושים נמוכים יחסית לעודף היצע הקיים וגידול צפוי נוסף בהיצע במהלך שנת 2015. למרות זאת, אנו מעריכים שמרווחי הזיקוק שיציגו בז'ן ופז אשדוד במהלך 2015 יהיו פחות תנודתיים מאלו של בתי הזיקוק האירופיים, בעיקר הודות להשלמת מספר פרויקטים בשנתיים האחרונות והמעבר לשימוש בגז טבעי.

משק הגז וענף תשתיות

איתי רפל, מנהל תחום תשתיות ורשויות מקומיות

2014 עמדה בסימן ההנפקות של קידוח תמר. אנו רואים כבר כיצד הגז הטבעי משפיע על המשק החל ממחירי החשמל הצפויים לרדת וכלה בדיון ציבורי ער לגבי המחירים ומבנה האחזקות במאגרי הגז. כמו כן ב-2014 ראינו שיפור בפרופיל הפיננסי של חברת חשמל עם נזילות משופרת וניהול נזילות שמרני יותר. חברות התשתית לא טמנו ידן בצלחת השנה וגם הן נהנו מגאות ההנפקות כאשר הן חברת חשמל והן נתיבי גז מנפיקות השנה אג"ח בסכומים מכובדים. 2015, להערכתנו, היא שנה שבה ניתן לתהות על שובה של ההשקעה בתשתיות הלאומיות. אין ספק כי בפני המשק עומדים אתגרים רבים בתחום התשתיות, ביניהם המשך פיתוח מערכת הולכת הגז כדי לאפשר יצוא של הגז למדינות שכנות וניצול טוב יותר של

הגז במשק; המשך פיתוח משק החשמל הן מבחינת אנרגיות מתחדשות והן מבחינת הקמת תחנות כוח נוספות; פיתוח מערכת התחבורה בארץ – כבישים, אוטובוסים ורכבות – כדי להקל על העומס המצטבר בכבישים, לחבר בין הפריפריה למרכז ולהקטין את זיהום האוויר ויוקר המחיה הנלווים לשימוש במכוניות ושיפור הנגישות לשערי המדינה באמצעות פיתוח הנמלים. כל זאת מבלי לציין פרויקטים כמו המימון של פיתוח מאגר לויתן, המשך מעבר צה"ל לנגב ועוד.

אולם ישנן מכשלות רבות בדרך. ראשית, מערכת הבחירות הקרובה והקיפאון בקבלת החלטות שנלווה לממשלת מעבר יקשו על תכנון ומימוש מיידיים של השקעות על ידי המדינה. מובן שגם היעדר תקציב מאושר משפיע על כך. גם לאחר שתורכב ממשלה חדשה, תקופת ההיערכות שלה תימשך כמה חודשים, אם מניחים כי הרכבה יהיה שונה מהרכב הנוכחי. עם זאת, להערכתנו הן הפקידות והן הפוליטיקאים מכל קצווי הקשת מבינים את החשיבות של ההשקעה בפרויקט תשתית אלה ולכן יפעלו ככל שיוכלו לקידום כשתכנון ממשלה חדשה וככל הניתן גם בתקופת הביניים.

גם לאחר שבעיות אלה יפתרו, מימון הפרויקטים הללו נשען לעתים קרובות על שוק ההון המקומי שלא ברור אם יוכל לעמוד בדרישות לאור היקף המימון הדרוש. מכאן שסביר כי נראה פניה של לווים אל השווקים הזרים לצורך גיוס מימון כפי שנעשה השנה על ידי דלק ואבנר בפרויקט תמר או, להבדיל, על ידי חלק מהחברות שאינן בתחום התשתיות גרידא כמו ביקום וכימיקלים לישראל.

דשנים וכימיקלים

מתן בינימין, מנהל תחום תעשייה ואנרגיה

על רקע חוסר הוודאות לגבי השפעת הירידה במחירי הסחורות החקלאיות על הביקוש לאשלג בשנת 2015, כימיקלים לישראל צפויה ליישם אסטרטגיה של צמיחה והתרחבות בעיקר בשווקים המתפתחים

אנו מעריכים שהמגמות העולמיות ארוכות הטווח של גידול באוכלוסייה ושינויים בהרגלי התזונה ימשיכו גם בשנת 2015 להשפיע לחיוב על הביקוש לדשנים בכלל, ולאשלג בפרט. אף על פי כן, אנו סבורים שבשנת 2015 החקלאים (שהם צרכני הדשנים העיקריים) עשויים להפחית את השימוש בדשנים כתגובה לירידה החדה במחירי הסחורות החקלאיות כגון תירס, חיטה והסויה שאירעה במחצית השנייה של 2014. במקביל, אנו צופים גידול מתון בהיצע בתחום האשלג בשנת 2015, במיוחד לאחר הודעתה של חברת Uralkali OJSC הרוסית, יצרנית האשלג הגדולה בעולם, על השבתו עקב הצפה של מכרה Solikamsk-2, (עקב הצפה), המהווה כ-17% מסך קיבולת היצור של Uralkali וכ-3% מסך הקיבולת העולמית לייצור אשלג. רמת המחירים בענף בשנת 2015, תלויה במידה רבה, להערכתנו, גם בנכונותן של החברות בענף להמשיך ולשמר מדיניות של משמעת מחירים גם על חשבון ירידה בכמויות הנמכרות.

כימיקלים לישראל ("כיל"), יצרנית האשלג השישית בגודלה בעולם, השלימה בשנת 2014 את רישום מניותיה למסחר ב-NYSE. בנוסף, השלימה כיל בחודש נובמבר 2014 הנפקה של איגרות חוב למשקיעים מוסדיים בארה"ב, באירופה ובישראל. גיוס החוב התבסס, בין היתר, על דירוג אשראי גלובלי BBB/Stable שנקבע לכליל לראשונה על ידי S&P. אנו מעריכים שהגברת הנוכחות של כיל בשווקים הפיננסיים הגלובליים תאפשר לה לגוון ולהרחיב את מקורות המימון לצורך ביצוע רכישות ומיזוגים, כחלק מיישום אסטרטגיה שעיקרה האצת הצמיחה באמצעות הרחבת נוכחותה הגלובלית של החברה, בדגש על חיזוק מעמדה בשווקים מתפתחים.

בעוד שחוסר הוודאות לגבי רמת הביקוש לאשלג מהווה איום על מחירי האשלג ועל הביצועים התפעוליים של החברות בטווח הקצר, אנו מעריכים כי לרוב החברות הפעילות בתעשיית הדשנים, ולכיל בפרט, קיימת גמישות לביצוע שינויים במדיניות הפיננסית ובתכנית ההשקעות על מנת לשמור על רמת מינוף הנוכחית ועל הדירוג הנוכחי.

מימון מובנה

עמרי שטרן, מנהל תחום מימון מובנה

מימון מובנה: הסדרת התחום על ידי הרגולטורים מייצרת הזדמנויות חדשות

טיוטת דוח הביניים של הצוות לקידום האיגוח בישראל, אשר פורסמה במהלך הרבעון השלישי של השנה, היוותה גורם משמעותי בחזרתו של תחום המימון המובנה לעין הציבור. מאז פרסום הטיוטה, צפינו בהתעניינות הולכת וגוברת בתחום מצד גופים רבים בשוק ההון הישראלי, אשר מעוניינים לקדם ולבצע עסקאות איגוח מכל התחומים. בחודש נובמבר בוצע, לראשונה מזה שנים רבות בשוק הישראלי, איגוח של תזרימי מזומנים מהלוואות לכלי רכב, על ידי חברה ייעודית (SPC) שהקימה חברת מימון ישיר בע"מ. ההנפקה הייתה בהיקף של כ-100 מיליון ₪ ודירגנו אותה בדירוג ilAA(sf).

עסקאות ה-repack, שבמהלך השנים היו עסקאות המימון המובנה העיקריות בשוק הישראלי, נשארו יציבות בשנת 2014, 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.

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 2015. אנו מעריכים כי המערכת הבנקאית תהיה מנוע הצמיחה העיקרי של התחום, לאור העובדה כי מרבית הנכסים שניתן לאגח מנוהלים כיום על ידי הבנקים.

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 באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), 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 (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים 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 באתר 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.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P 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 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.