

זרקור ענפי: סיכום 2017 ומבט קדימה

דצמבר 2017

מגמות אשראי

תוכן עניינים

נדל"ן מניב

נדל"ן למגורים

שוק הנדל"ן בארה"ב

קמעונאות מזון

כימיקלים

בנקים ומימון חוץ בנקאי

תשתיות

מימון מובנה

נדל"ן מניב - תחילת שינוי במאזן הכוחות במגזר מרכזי המסחר; מגזר המשרדים ממשיך להפגין יציבות אך עדיין חשוף לעודפי היצע הצפויים בטווח הבינוני

הילה פרלמוטר, מנהלת סקטור נדל"ן מניב, תעשייה ומסחר

לאחר שנים של עלייה מתמדת, אנחנו ממשיכים לראות סימנים להתייצבות בדמי השכירות ואף לירידות בנכסים מסוימים. שיעורי התפוסה ממשיכים להיות גבוהים אך במספר מרכזי מסחר מובילים ואיכותיים נרשמו ירידות בפדיונות בתשעת החודשים הראשונים של 2017, בין השאר בשל עליית חלקו של המסחר האלקטרוני בענף, מגמה אשר צפויה להתחזק בשנים הקרובות ולהערכתנו, תשנה את פני המגזר. לעומת זאת, במגזר המשרדים קיימת תנופת בנייה ערה, המלווה בשיעורי השכרה מקדמיים גבוהים. יחס כיסוי הריבית, מהאינדיקטורים המובילים בדירוג חברות נדל"ן מניב, ממשיך להיות חריג לטובה. זאת בזכות הורדות מינוף, מיחזורי חוב בריביות נמוכות יחסית, שנעשו בשנים האחרונות, וסביבת אינפלציה נמוכה. להערכתנו, גם אם במהלך 2018 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 והקניונים אנו ממשיכים לראות עלייה ב-NOI (net operating income) של החברות המדורגות לצד התמתנות בעליית דמי השכירות בהשוואה לשנים קודמות. במרכזי מסחר ישנים אלה או הממוקמים באזורי תחרות, דוגמת חיפה והקריות, אנו עדים אף לירידות בדמי השכירות.

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. בנוסף, להערכתנו, חלק מבעלי הנכסים לוקחים על עצמם עלויות של הקמת חנויות כמעין הטבה לשוכרים, וכך שומרים על יציבות בדמי השכירות. בסך הכל, להערכתנו, קיימת מגמה מסויימת של שינוי בענף מרכזי המסחר ובמאזן הכוחות בין בעלי הנכסים והשוכרים, גם אם הדבר עדיין אינו מתבטא ישירות בשורת ה-NOI.

אנו מעריכים שב-2018 נמשיך לראות את השפעת עודף שטחי המסחר והמסחר האלקטרוני על דמי השכירות והפדיונות בענף. בטווח הבינוני-ארוך אנו מעריכים כי המסחר האלקטרוני ישנה את פני הענף וצופים כי כבר בשנים הקרובות יותר ויותר חברות נדל"ן יבצעו שינוי בתמהיל החנויות, יצמצמו שטחי מסחר, ימירו שטחי מסחר לשטחי לוגיסטיקה, יגדילו את השקעותיהן בפיתוח פלטפורמות מסחר מקוונות, ואף ישתפו פעולה עם קימעונאים בתחום האלקטרוני, זירה שצפויה להכפיל עצמה עד שנת 2020.

גם במגזר המשרדים אנו רואים מגמות דומות. ה-NOI עלה בכ-2% במוצע בעוד שדמי השכירות עלו בכ-0.3% בלבד. נכון להיום, מגזר זה מפגין יציבות ולא נצפה קושי לשווק שטחים חדשים, גם באזור המרכז הרווי. להערכתנו, בטווח הבינוני, עם כניסתם לשוק 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. מגמת הגידול בהשכרה לשוכרי משנה, דוגמת WeWork, יכולה גם היא לתרום לביקושים לשטחי המסחר החדשים, בעיקר לאור הגידול בפעילות בענף ההיי-טק.

שוק הדיור בישראל - התקררות בשוק הדיור. והמחירים לאן?

גיל אברהמי, מנהל סקטור ייזום, קבלנות והנדסה

יותר מ-113 אלף משקי בית שנרשמו לתוכנית "מחיר למשתכן" הובילו להתקררות של שוק הדיור בשנת 2017 שהשתקפה בירידה משמעותית במספר העסקאות. נתוני התחלות הבנייה עשויים להעיד כי החברות היזמיות בענף מתאימות את פעילותן. בהתאם להערכתנו בסקירה הקודמת, מדד מחירי הדירות לספטמבר 2017 מצביע על עליות מחירים בשנת 2017 אך בשיעור מתון יותר מבשנת 2016.

בטווח הזמן הקצר (עד שנה) אנו סבורים כי המשך קיפאון בשוק הדיור צפוי להפעיל לחץ שלילי על המחירים עם אפשרות לירידות מחירים מתונות בעיקר באזורי הפריפריה ובאזורים עם היצע גדול של דירות במסגרת "מחיר למשתכן". אנו מעריכים כי באזורי הפריפריה ההתאמה בין רמות הביקוש לבין הגידול המשמעותי בהיצע במסגרת תכנית מחיר למשתכן אינה פרופורציונאלית, בין אם בשל הטבה כספית נמוכה יותר לרוכשים בהשוואה למכרזים באזורי ביקוש, ובין אם בשל שולי רווח נמוכים יחסית ליזמים פוטנציאליים - דבר שכנראה הוביל לכישלון של מספר מכרזים.

מאידך, בטווח הבינוני אנו צופים לראות חזרה לקצב גבוה יותר של עליות מחירים באזורי הביקוש, בעיקר אם תמשך מגמת ההאטה בקצב התחלות הבנייה. הצפי מתבסס על הערכות S&P Global Ratings כי ביצועיה של כלכלת ישראל יהיו חזקים, שיעור האבטלה יישאר נמוך והריבית הנמוכה תמשיך לתמוך בביקוש. יש לציין כי להערכתנו אי יציבות פוליטית (למשל בחירות מוקדמות) עשויה להוביל לחזרה של ביקושים לדירות בשוק החופשי ולעליות מחירים בשל אי ודאות לגבי המשך יישומה של תכנית "מחיר למשתכן".

המשך שיווק הדירות בתכנית "מחיר למשתכן" הוביל בחודשים האחרונים לירידה משמעותית במספר העסקאות ובביקוש לדירות חדשות הנמכרות בשוק החופשי מצד רוכשי דירה ראשונה, אך גם מצד משפרי הדיור והמשקיעים. בקרב משפרי הדיור חלה ירידה בביקוש מכיוון שלהערכתנו הם ממתינים לראות אם מגמת מחירי הדיור משתנה וכן לא ממהרים לרכוש לפני מכירת הדירה הקיימת (אשר הזמן למכירתה מתארך עם הירידה

בביקוש מצד רוכשי דירה ראשונה ומשקיעים). בנוסף, חל קיטון מתמשך בביקוש לדירות מצד משקיעים, כתוצאה מהצהרות משרד האוצר על תכניות עתידיות להכבדת המיסוי (המס על דירה שלישית), מהעלאת מס הרכישה למשקיעים ביוני 2015 ומהעלייה בריבית הממוצעת על משכנתאות (גם אם זאת ירדה מעט בחודשים האחרונים).

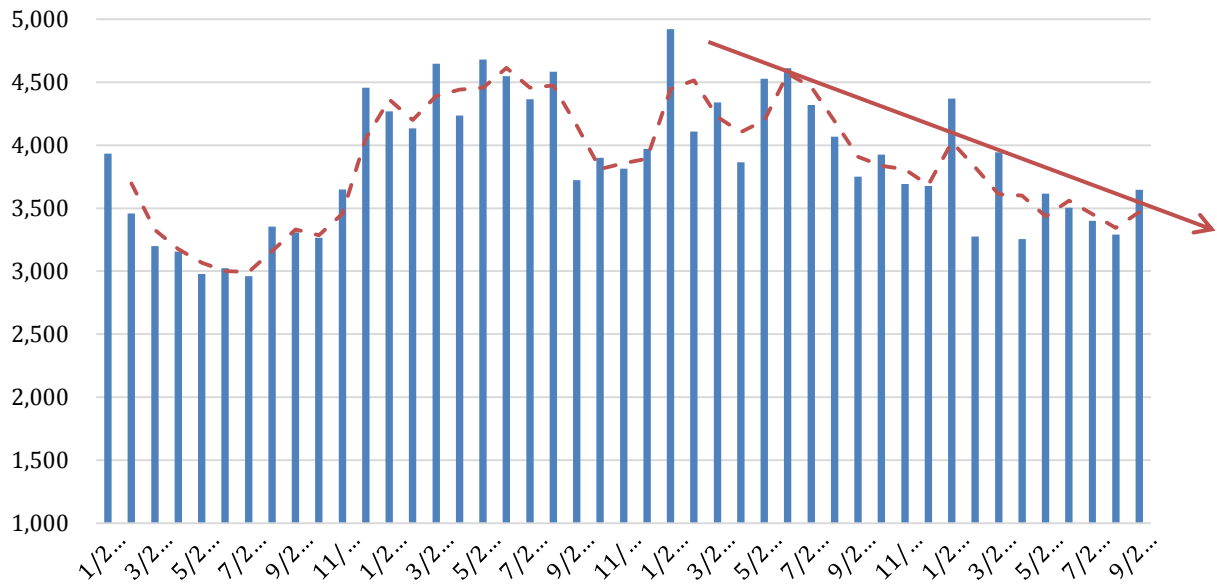
הכמות המבוקשת של דירות חדשות בחודשים ינואר עד ספטמבר 2017 עמדה על כ-32 אלף יחידות, ירידה של כ-16% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. החל מפברואר 2017, היקף הרכישות מצד משפרי הדיור נמוך ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (למשל, בספטמבר השנה קטן מספר הרכישות בשיעור חד של 25% לעומת ספטמבר אשתקד). מצד המשקיעים חל קיטון מתמשך בביקוש שמשתקף בין היתר בירידה העקבית במספר הדירות המוחזק על ידי משקיעים (החל מהרבעון השני של 2016) ובירידת משקל המשקיעים מסך העסקאות לכ-17%, נכון למחצית הראשונה של 2017, שפל היסטורי לפי נתוני משרד האוצר.

מנגד, בצד ההיצע, נתוני המחצית הראשונה של 2017 מצביעים על ירידה בקצב התחלות הבנייה אשר עשויה להעיד על התחלת התאמת הפעילות בענף על ידי החברות היזמיות. במחצית הראשונה של השנה התחילה בנייתן של כ-23 אלף יחידות דיור, ירידה של כ-13% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. להערכתנו, אם תימשך ההאטה בהתחלות הבנייה ייתכן כי בטווח הבינוני ייווצר לחץ לעליית מחירים, בין היתר בשל אי התאמה לקצב הגידול במשקי הבית בישראל.

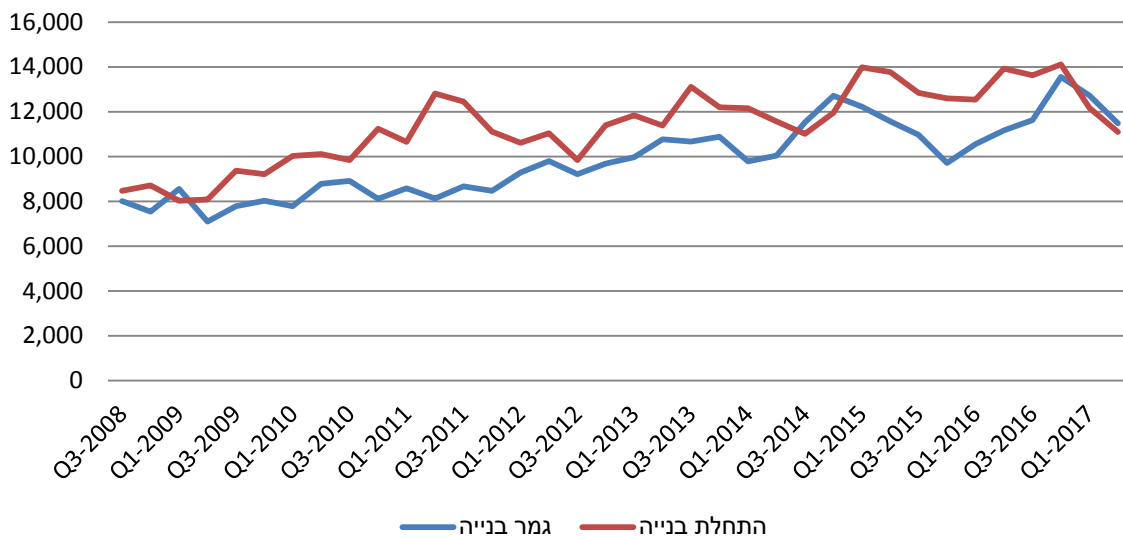
סביבת הריבית הנמוכה מאפשרת בינתיים לחברות היזמיות המובילות לשמור על מחירי הדירות במלאי ברמתם הנוכחית. הדוחות הכספיים של חלק גדול מהחברות היזמיות המובילות מצביעים על שמירה על רמת המחיר הממוצעת למרות הירידה בהיקפי המכירות. יחד עם זאת, המשך קיפאון במכירות לתקופה ארוכה צפוי לדעתנו ליצור לחץ להורדת מחירים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

בהיבט הדירוגי, אנו צופים שחיקה מסויימת ברווחיות של החברות היזמיות בשנתיים-שלוש הקרובות לנוכח העובדה שמרבית הקרקעות משווקות תחת תכנית מחיר למשתכן ששיעור הרווח עליה נמוך יחסית. אנו מעריכים כי חלה עלייה מסויימת בסיכון הענפי לנוכח הירידה המשמעותית בקצב המכירות והצפי לשחיקה ברווחיות. יחד עם זאת, לחברות יזמיות עם זרוע קבלנית יש יתרון מסויים שמשתקף במשקל שניתן לסינרגיה בהערכת הפרופיל העסקי.

גרף מספר 1: כמות מבוקשת של דירות חדשות¹



גרף מספר 2: התחלות וגמר בנייה¹



שוק הנדל"ן המניב בארה"ב - המשך צמיחה בשוק ההנפקות האמריקאיות ויציבות בענף הנדל"ן המניב האמריקאי

אייל עברון, מנהל סקטור נדל"ן צפון אמריקה

מגמות בארה"ב והשפעתן על שוק הנדל"ן

סביבת הריבית הנמוכה ממשיכה לתמוך במגזר הנדל"ן, מאפשרת גישה חיובית לחוב ותומכת בהערכות השווי. אנו צופים ששיעורי הריבית ימשיכו לעלות ב-2018. עליית הריבית נותרה סיכון מרכזי לענף הנדל"ן המסחרי (משרדים וקמעונאות) ויכולה להפעיל לחץ רב יותר על שיעור ההיוון ועל הערכות השווי של הנכסים בכל הסגמנטים.

שוויים של רוב סוגי הנכסים נותר יציב. בעוד ששיעורי ההיוון נשארו יציבים למדי בסגמנטים השונים בשנת 2017, שיעורי ההיוון בנדל"ן הקמעונאי עלו בצורה חדה יחסית בשל הצמיחה במסחר האלקטרוני והסנטימנט השלילי כלפי חנויות פיזיות. לעומת זאת, הנכסים התעשייתיים נהנים מהביקוש למסחר אלקטרוני התומך בביקוש למחסנים, במיוחד במיקומים המקצרים את זמן האספקה. אנו צופים כי התמ"ג בארה"ב יצמח ב-2.1% ב-2017 וב-2.3% ב-2018, וסבורים כי צמיחה זו תתמוך ביציבות בשיעורי התפוסה. כמו כן, אנו צופים האטה בעליית דמי השכירות במרבית הסגמנטים של הנדל"ן, עם רגישות גבוהה יחסית לשוכרים בענף הקמעונאות.

שוק הנדל"ן המניב בארה"ב

אנו צופים כי בשנה הקרובה ימשיך הביקוש בענף הנדל"ן המניב בארה"ב לעלות, אם כי בקצב נמוך יותר מבשנים האחרונות. תנאי השוק מראים כי סיכון השוכרים בענף הקמעונאות יישאר גבוה, בדגש על חנויות הכלבו וחנויות הבגדים, בין היתר, לאור הצמיחה המהירה של המסחר האלקטרוני.

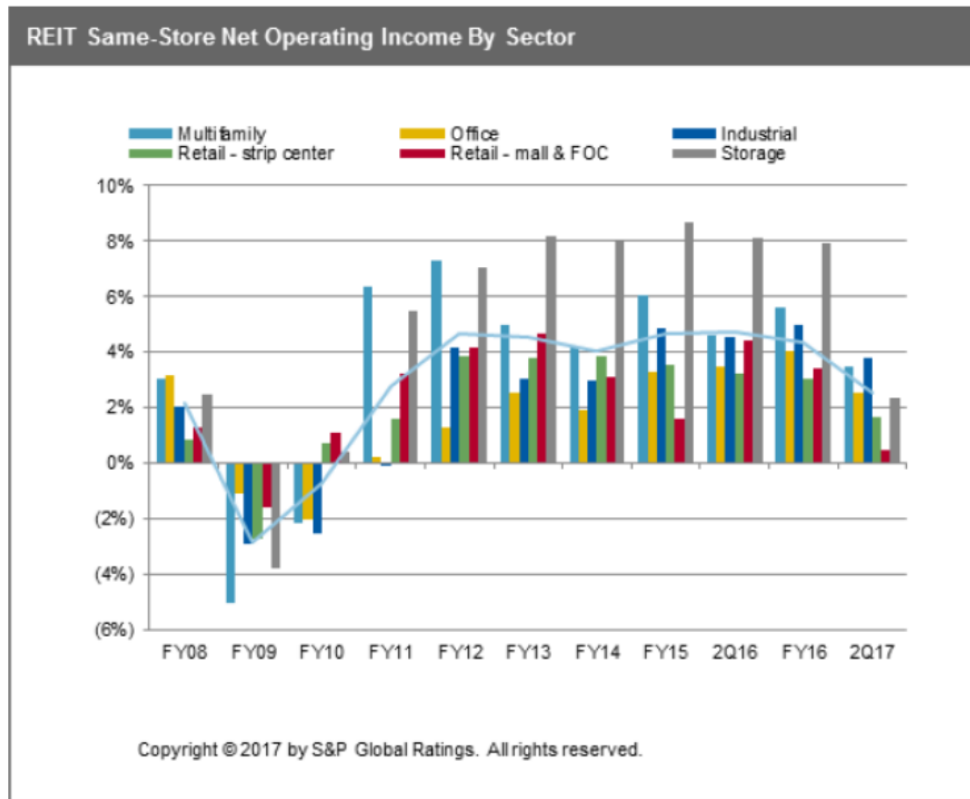
אנו מעריכים כי בשנת 2017 חלה האטה בצמיחת ה-NOI מנכסים זהים לשיעור ממוצע של כ-3.5%-3%, קצב נמוך מעט בהשוואה ל-2015 ו-2016 (כ-4.7% וכ-4.0%, בהתאמה), הנובעת בעיקר מהסגמנטים קמעונאות, קניונים ואחסון ובמידת מה גם בסגמנט הדיור.

הביצועים התפעוליים של הנדל"ן המניב עשויים להתדרדר מעט לאור אתגרים מתמשכים העומדים בפני סוגי דיירים מסוימים. נכסים עם שוכרים בענף הבגדים וחנויות הכלבו עשויים להיות הפגיעים ביותר, בדגש על נכסים עם נטל חוב משמעותי.

בסגמנט ה-strip malls, למרות הרכישה של חברת אמזון את חברת Whole Foods Market, אנו מעריכים כי סופרמרקטים ימשיכו להיות שוכר עוגן במרכזי קניות מסוג זה, דבר שיתמוך בהמשך צמיחה חיובית ב-NOI ב-2018, המונעת בעיקר על ידי צמיחה אורגנית של הנכסים הקיימים.

בשלב זה אנו סבורים כי השפעת הוריקן הארווי על חברות הנדל"ן המדורגות היא מזערית.

גרף 3: התפלגות השינוי ב-NOI מנכסים זהים



רבות מחברות הנדל"ן שהנפיקו אג"ח לציבור בישראל פועלות בעיקר בעיר ניו יורק רבתי, ובפרט בתחום הדיור להשכרה. אנו צופים כי בשנה הקרובה תישמר היציבות בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה הגבוהים בשוק ההשכרה למגורים בעיר ניו יורק, היות שהיצע הדירות להשכרה במרבית האזורים בעיר ממשיך לפגר אחרי הביקוש. מגמה זאת מהווה גורם תומך בהערכת סיכוני האשראי של החברות המדורגות. במספר שכונות מושלמים מספר פרויקטים לצורך השכרה, אשר יצרו לחץ על שכר הדירה באזור, אולם זה אינו המצב ברוב חלקי העיר.

הצלחת העיר למשוך אנשים מחד והיצע המצומצם יחסית של דירות להשכרה מאידך, מובילים את שוק הדירות להשכרה בניו יורק לשיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן, 96%-98% ברבעים העיקריים של העיר. שיעורי התפוסה הגבוהים תורמים ליציבות בשכר הדירה.

לאחרונה קיימת עלייה במספר הריסות הבניינים אשר נתמכת גם על ידי תכניתו של ראש עיריית ניו יורק לבניית יחידות דיור בר השגה, שחלק לא מבוטל ממנה מבוסס על פרויקטי התחדשות עירונית באזורים שונים ברחבי העיר. אנו מזהים מתאם 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 ואנו מעריכים שהיא תמשיך להיות המקור העיקרי בשנים הקרובות.

קמעונאות מזון - תחרות בכל הגזרות מגבירה את הצורך בהתייעלות

תפעולית ובפיתוח מנועי צמיחה חדשים

הילה פרלמוטר, מנהלת סקטור נדל"ן מניב, תעשייה ומסחר

בשנת 2017 השלימו רשתות הדיסקאונט את מיזוג סניפי מגה שרכשו והחנויות החדשות שפתחו והתוצאה היא שחקניות גדולות שעברו התרחבות מסיבית. השלמת המיזוג של סניפי מגה מיתנה במידת מה את השחיקה בפרמטרים התפעוליים של הרשתות (מכירות בחנויות זהות, מכירות למ"ר, שינוי בפידיין). עם זאת, שחיקה זו עודנה קיימת ומשקפת את התחרות העזה ואת הקניבליזציה העצמית בגזרת הדיסקאונט, שכפי הנראה מייצרות גם לחץ מסויים על המחירים.

בגזרת הסניפים העירוניים אנו מזהים כי אפקט מגה פחת וכי התפלגות הצרכנים בעיר שבה לקדמותה וייתכן שאף הביאה לשחיקה בביצועים התפעוליים של שאר רשתות העיר המתחרות במגה במתכונתה החדשה (כלומר תחת בעלות ינות ביתן). כפי שצפינו בסקירתנו הקודמת, חזרתה של מגה בגילגולה החדש לזירה לא הביאה למלחמת מחירים בין שחקניות העיר והתחרות בעיר נותרה מתונה. להערכתנו, היכולת של ינות ביתן להוריד מחירים בסניפי העיר היא מוגבלת, בשל עלויות כבדות הקשורות לרכישת מגה. עם זאת, כניסתו המתוכננת של רמי לוי לזירת העיר במהלך 2018 צפויה ליצור עניין חדש במאזן הכוחות ולהעצים את התחרות, בעיקר משנת 2019 ואילך.

למרות התחרות העזה בזירת הדיסקאונט והתחרות המתונה בסניפי העיר עם חזרת מגה למגרש, הציגו מרבית הרשתות רווחיות תפעולית יציבה וחלקן אף הצליחו להביא לשיפור קל. זאת בזכות שיפור בתנאי הסחר, בעיקר על ידי יבוא עצמי של ירקות, בשר וגבינות; פתיחת מרכזים לוגיסטיים והרחבת המותג הפרטי. יחד עם זאת חשוב לציין כי הרווחיות התפעולית עשויה להיות מוטה כלפי מעלה ברשתות הפועלות בשיטת הזכיינות, כלומר מדווחות בשורת ההכנסות את העמלות המתקבלות ללא העמסת העלויות הכרוכות כנגדן.

המותג הפרטי ממשיך להוות מנוע צמיחה חשוב עבור הרשתות, ובעיקר מאפשר שיפור ברווחיות הגולמית למרות שגורם לשחיקת הפרמטרים התפעוליים. להערכתנו, אחד הגורמים לירידה במכירות בחנויות זהות שראינו ברמי לוי ובשופרסל במחצית הראשונה של 2017 היה הגידול בנתח המותג הפרטי מסך המכירות, שנמכר במחירים נמוכים יותר על אותה "רצפת מכירה". מאידך, המותג הפרטי רווחי יותר ממוצרים שהרשת רוכשת מספקי המזון ותרם ליכולת המיקוח ולשיפור בתנאי הסחר של הרשתות ובכך איפשר להן להציג שיפור ברווחיות התפעולית.

לדעתנו, לאור התרחבות מסיבית של חלק מהרשתות, יכולתן לשמור על מוטת ניהול "רזה" כבעבר הופכת להיות מוגבלת. לכן, המשך התייעלות תפעולית הוא קריטי עבורן בטווח הקרוב והבינוני. זאת בהתחשב במרווחים המצומצמים ממילא בהם הן פעולות, כמתבטא ברווחיות תפעולית של כ-4%-3%, ובהתחשב באיומי התחרות הקיימים והעתידיים.

להערכתנו, לתחום האון-ליין תרומה מוגבלת לרווחיות בעת הנוכחית, וייתכן שהוא אף מסב הפסדים לחלק מהרשתות, בין היתר בשל העלויות הלוגיסטיות הכרוכות בתפעולו. אנו מעריכים כי בטווח הקצר התרומה העיקרית של פלטפורמה זו היא בשמירה על נתח שוק, חשיבות שמקבלת משנה תוקף בסביבה העסקית הקיימת, בשינויים בטעמי הצרכנים ובשוק המזון הסטטי. בטווח הבינוני-ארוך, עם הגידול בהיקפי הפעילות, התרומה לרווחיות צפויה להיות משמעותית יותר. יחד עם זאת,

בטווח הארוך, ייתכן שהרשתות יאלצו לבצע השקעות נרחבות בהקמת Dark Stores ומערך לוגיסטיקה מתוחכם יותר על מנת לעמוד בביקוש ולשמור על סטנדרטים ראויים ותחרותיים. מגמה זו קיימת כבר בעולם בקרב רשתות בינלאומיות דוגמת Waitrose-Asda, Tesco.

נקודה מהותית נוספת לדעתנו היא גיוון פורמטים (פורמט עיר, פורמט דיסקאונט, רשת אורגנית, רשת חרדית וכו') ואנו נותנים לה משקל בניתוח הגמישות התפעולית של החברות. גיוון זה תורם לפרופיל העסקי של שופרסל והיעדרו מגביל במידת מה את הפרופיל העסקי הנוכחי של רמי לוי.

כימיקלים – צמיחה מאקרו כלכלית מייצרת ביקושים לענף, אם כי בהיקף שאינו עולה על הגידול בהיצע; המשך מגמת התמנפות לצורך מיזוגים ורכישות

הילה פרלמוטר, מנהלת סקטור נדל"ן מניב, תעשייה ומסח

בשנת 2018 אנו מצפים לעלייה בהכנסות המצרפיות של הענף ומאידך לשיעור EBITDA יציב. עם זאת, קטגוריית הדשנים עדיין נמצאת תחת לחץ ובעקבות כך תיתכן המשך שחיקה ברווחיות..

ככלל, אנו צופים כי שיעורי הצמיחה המאקרו-כלכלית יתמכו בעליה הדרגתית בביקושים לתעשיית הכימיקלים. בתרחיש הבסיס שלנו ל-2019, אנו צופים ששיעור צמיחת התמ"ג בארה"ב ינוע סביב ה-2.3%-2% ושל האיחוד האירופי בין ה-1.6%-2.2%. לגבי סין, המהווה את שוק הכימיקלים הגדול בעולם, אנו צופים צמיחה של התמ"ג בשיעור של 6.4%-6.8% בשנת 2019. גם המשך צמיחה בשוקי היעד של הענף, כגון תעשיית הרכבים והבנייה, הם גורם חיובי התומך בביקוש לכימיקלים. אנו צופים כי מחיר הנפט, חומר הגלם המרכזי בענף, יהיה גבוה מרמתו בשנת 2016 אולם יהיה יציב סביב ה-\$50 לחבית בשנים 2017-2018. היצרניות הצפון אמריקאיות, המשתמשות בעיקר בגז טבעי, ימשיכו להנות ממחירו היציב.

עם זאת, מספר גורמים ימשיכו להוות סיכון ענפי. הראשון הוא המשך מגמת המיזוגים והרכישות בענף, כגון זו שראינו במגזר החומרים להגנת הצומח, גם אם במספרים והיקפים קטנים שראינו ב-2016. עלויות המימון הנמוכות מניעות רבות מהחברות להשיג צמיחה באמצעות עסקאות ממונפות. מלבד הסיכונים והעלויות שכרוכים במיזוגים, בחלק מהעסקאות גם קיימות דרישות רגולטוריות למכירת תיקי מוצרים או עסקים אחרים מטעמי הגבלים עסקיים, דבר המטיל אי וודאות נוספת על החברות המתמזגות ויוצר הזדמנויות עבור חברות נוספות.

גורם סיכון שני הוא העליה בכושר היצור הענפי. בשנת 2018 צפויים להצטרף לשוק קווי יצור חדשים שנמצאים עתה תחת בניה, דבר שעלול ליצור עודף היצע ולהשפיע לרעה על שיעור הרווחיות הענפי. אנו מאמינים שהעליה בקיבולת היצור, בעיקר במגזר הפטרוכימיה מבוסס אתילן, יכולה לקזז את ההשפעה החיובית של הצמיחה הגלובלית. כמו כן, הגידול ביצוא מאירופה יצור גם הוא לחץ על משוואת הביקוש-היצע בצפון אמריקה.

ההאטה בענף הדשנים תמשך ותמשיך ליצור לחץ על איכות האשראי של השחקניות הגלובליות

אנו מאמינים שהשפל המחזורי של ענף הדשנים, שהחל בשנת 2016 ושפגע ברווחי החברות, ימשך גם אל תוך 2018 ויתכן שאף מעבר לכך. גורם המפתח לפגיעה ברווחיות הענף הוא הירידה החדה במחירים, כאשר בשנת 2016 היו אלה מחירי הפוספט והאשלג בעוד שמחירי החנקן החלו לרדת כבר ב-2014. סביבת המחירים הנמוכה היא בעיקר תולדה של עלייה הדרגתית בכושר הייצור הכולל בכל שלושת סוגי הדשנים (פוספט, אשלג וחנקן), שהובילה לעודף היצע. אנו צופים שעודף

ההיצע בכל שלושת הקטגוריות יימשך לפחות בשנתיים הקרובות. אמנם אנו צופים כי גם בצד הביקוש יחול גידול מתון, אך באופן שלא ידביק את הגידול בהיצע.

המגמה העיקרית בשוק הפוספט היא ששחקניות בעלות מבנה עלויות "רזה" (OCP המרוקאית ו-Ma'aden הסעודית) מגדילות את כושר הייצור שלהן או מתכננות להגדילו, בקצב שעולה על קצב צמצום הייצור מצד שחקניות בעלות מבני עלויות יקרים. להערכתנו עודף היצע זה יגביל את התאוששות מחירי הפוספט ואת שיעורי הניצולת הענפית לפחות מ-80%.

שוק האשלג מאופיין במספר שחקנים מצומצם יותר משוק הפוספט וכ-80% ממנו מרוכז בקנדה, בבלארוס וברוסיה ולכן משמעת ייצור היא הכרחית לשמירה על איזון בין הביקוש והיצע התומך במחירים. מיעוט שחקנים מובילים בשוק האשלג לא הוביל ליציבות בהיצע אלא דווקא להיפך: היצרנים הקיימים התחילו בסדרה של הרחבות ייצור תחרותיות לפני כמה שנים, שהובילו למלחמה על נתח שוק ולירידת מחירים חדה. אנו צופים שהמשך הגדלות כושר הייצור של השחקנים הקיימים ימשיך להפעיל לחץ על מחירי האשלג ועל איכות האשראי. מכרות חדשים הצפויים להיפתח ברוסיה ובגרמניה, לצד עבודות שיפוץ וחיידוש במכרות קיימים, צפויים להוביל לשלב נוסף בעודף ההיצע בשוק האשלג. עד 2020 עשויים להתווסף לכושר הייצור כ-19 מיליון טון, וצמצום בייצור לא יספיק ככל הנראה לשמור על יציבות המחירים.

בנקים ומימון חוץ בנקאי - שיפור בהערכת הסיכון הכלכלי עבור המערכת הבנקאית והתפתחות מהירה של תחום המימון החוץ בנקאי

טרנס קלינגמן, מנהל תחום מוסדות פיננסיים

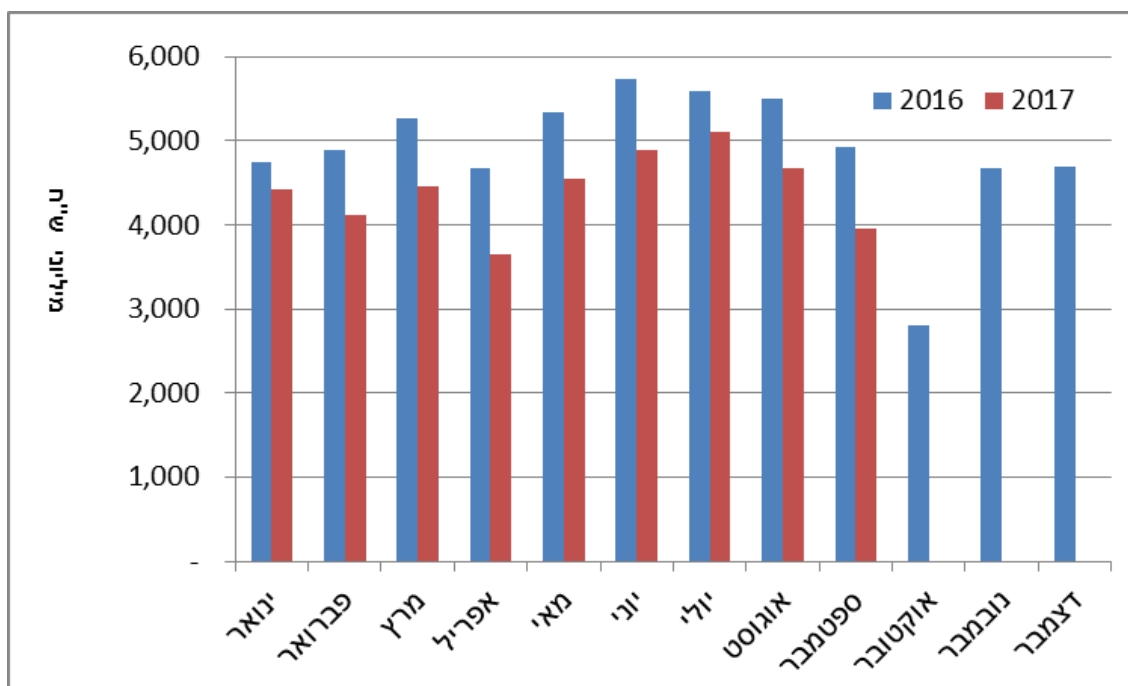
מאז המשבר של 2008, ביצועיה של הכלכלה הישראלית היו מרשימים והמערכת הבנקאית המשיכה להגדיל את בסיס ההון ולהציג תוצאות טובות תוך שיפור ניכר באיכות ובריכוזיות של תיקי האשראי. השנה כבר ראינו את המגמות החיוביות האלו באות לידי ביטוי בפעולות דירוג. החוסן הפיננסי של מדינת ישראל משתפר, והשתקף בהעלאת תחזית הדירוג שלה לחיובית על ידי S&P Global Ratings. הערכת הסיכון הכלכלי של המערכת הבנקאית ותחזית הדירוג הגלובלית של שני הבנקים הגדולים הפכו מיציבות לחיוביות, ונקטנו פעולות דירוג חיוביות (העלאת דירוג או תחזית חיובית) לגבי הבנקים הקטנים והנישתיים במערכת המקומית, כגון בנק דקסיה, בנק ירושלים ובנק יהב.

המגמה החיובית בהערכת הסיכון הכלכלי משקפת את צמיחת התמ"ג המתמשכת של המשק הישראלי, צמיחה מתמשכת של תוצר לנפש המתקרב לרמה גבוהה של כ-\$40,000 ושיעור אבטלה נמוך של כ-4.5% הצפוי בשנת 2017, שמחזק להערכתנו את חוסנם של משקי הבית. ירידה ברמות המינוף של המגזר העסקי תומכת גם היא במגמת השיפור. בנוסף, שילוב של הפעלת כלים מקרו-יציבותיים על ידי בנק ישראל ויזמות ממשלתיות בצד ההיצע בשוק הדיור הוביל בשנה החולפת להאטה הן בקצב עליית מחירי הדיור והן בגידול בהיקפי המשכנתאות וההלוואות לתחום הנדל"ן.

אנו רואים עלייה בשיעור חלוקת הדיבידנדים מהרווח הנקי. נרמול מדיניות הדיבידנדים אחרי שנים של שיעורי חלוקה נמוכים ואפילו אפסיים אצל חלק מהבנקים משקף שתי מגמות עיקריות: סיום הגדלת בסיס ההון על ידי

הבנקים כדי להגיע ליעדי ההון של בזל 3, והאטה בקצב גידול האשראי של משקי הבית שהם המנוע העיקרי של ביקוש האשראי הבנקאי.

גרף 4: האטה בקצב לקיחת משכנתאות



ההגעה ליעדי הלימות הון הנדרשים יחד עם התמתנות בגידול באשראי למשקי בית הקטינו באופן ניכר את צורכי גיוס החוב של הבנקים. בנוסף, חלק מהבנקים גייסו פיקדונות לטווח ארוך ישירות מול המשקיעים המוסדיים במקום לפנות לשוק ההון לצורך גיוס אג"ח. יוצא מן הכלל הוא בנק מזרחי-טפחות, אשר מציג שיעור צמיחה גבוה משמעותית משאר הבנקים ומנפיק איגרות חוב בהיקפים גדולים כדי לממן את הגידול בפעילות. בשנים הקרובות צפויים שני הבנקים הגדולים להיפרד מאחזקותיהם בחברות כרטיסי האשראי שלהם, דבר שאנו מעריכים שיקטין במידת מה את תיקי האשראי שלהם ובעקיפין גם את צורכי הנפקת האג"ח. עם זאת, אנו עדיין צופים שהבנקים יישארו בין המנפיקים הגדולים בשוק האג"ח בעיקר בגלל הצורך לגלגל את חוב האג"ח הקיים

המערכת הבנקאית ריכוזית מאוד, עם חסמי כניסה גבוהים, מפוקחת כראוי וממומנת באופן שמרני על ידי פיקדונות ליבה מקומיים, בעיקר של משקי הבית. השינוי בתמהיל האשראי לטובת משקי הבית והעלייה במרווחים בתחום המשכנתאות עזרו לבנקים להתמודד היטב עם סביבת הריבית הנמוכה ועם התחרות העזה על מתן אשראי לסקטור העסקי, והם מציגים רווחים יציבים ועקביים מאז 2009.

עם זאת, אנחנו רואים מאמצים רגולטוריים מואצים שמטרתם לעודד תחרות מוגברת בתחום משקי הבית והעסקים הקטנים, שעלולה להשפיע לרעה על רווחיות הבנקים בעתיד. לדעתנו ההשפעה לא תהיה מיידית, אלא תורגש ותתעצם עם הזמן. מנגד אנו רואים מאמצי התייעלות ברוב הבנקים אשר מתרכזים בצמצום מספר המשרות והקטנת מערך הסניפים, בין השאר כתוצאה ממעבר לקוחות לערוצים דיגיטליים. כמו כן אנו עדים למעבר חלק מיחידות מטה של הבנקים אל מחוץ למרכז תל אביב. לדעתנו התייעלות ונרמול איטי והדרגתי של סביבת

הריבית והאינפלציה יעזרו לבנקים להתמודד עם שחיקה אפשרית ברווחיות בתחום משקי הבית והעסקים הקטנים.

אנו צופים ששיעור ההפרשות לחובות מסופקים יישאר נמוך יחסית גם ב-2018. הריבית אשר צפויה להישאר נמוכה לתקופה ממושכת (גם אם תעלה במקצת) והקלות מס נוספות אמורות לתמוך בכושר ההחזר של הלואים. עם זאת, אנחנו עדיין צופים עלייה מסוימת בהשוואה לשנתיים האחרונות שהתאפיינו בשיעורי הפרשות זעומים הודות לגביית חובות שנמחקו בעבר בסקטור העסקי.

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 החברה הגדולה בתחום ממומנת בעיקר באמצעות איגרות חוב וניירות ערך מסחריים, וחברות נוספות בתחום עושות צעדים ראשונים בהנפקת אג"ח. אנו אפילו עדים לנסיגות התחלתיים של חברות מימון חוץ בנקאיות מארה"ב לחדור לשוק בתל אביב. בנוסף ניתן לצפות שבשנים הקרובות גם חברות כרטיסי האשראי יבדקו את האפשרות להנפיק איגרות חוב, כיוון שלאחר הניתוק מהבנקים הבעלים הן כבר לא יוכלו להישען באופן מלא על פיקדונותיהם כמקור מימון.

תשתיות - עיקר ההשקעה הישירה של המדינה בתשתיות השנה היתה בתחום התחבורה

איתי רפל, מנהל תחום תשתיות ופרוייקטים

במאמר שפרסמנו בפברואר השנה הצבענו על חשיבותה של ההשקעה בתשתיות בישראל. הערכנו שהמדינה תשקיע ישירות בעיקר בתחום התחבורה ושההשקעות יתבצעו בקצב מתון תוך התחשבות במגבלות התקציביות. כמו כן הערכנו כי המדינה תפנה למימון באמצעות שותפויות ציבוריות-פרטיות (Public-Private Partnerships – PPP). אכן, עיקר ההשקעה הישירה של המדינה בתשתיות השנה היתה בתחום התחבורה, ואנו מצפים כי מגמה זו תימשך גם ב-2018. במקביל ראינו במהלך השנה היערכות של משרד האוצר להגדיל את היקף פרויקטי ה-PPP. אנו מעריכים כי המדינה תנסה לקדם פרויקטים אלו תוך התחשבות בהשלכותיהם על הגמישות התקציבית העתידית.

עם זאת, אנו מודעים גם לביקורת מצד המגזר הפרטי על הצורך להגיע לחלוקה מאוזנת יותר בסיכונים ובאחריות הבירוקרטית בינו לבין המדינה. לדעתנו, הקושי להגיע לסיכומים עם המדינה לגבי חלוקת הסיכונים במכרזים ואיטיות בהוצאת מכרזים אל הפועל ובהבאתם לסגירה פיננסית ימשיכו להעיב על קידום תחום הפרוייקטים בשיתוף המגזר הפרטי. המשימה הקריטית של המדינה היא לשלוט בכל התהליך כדי שכל הצדדים ירגישו כי הפרוייקטים המוצעים כדאיים עבורם. לדעתנו מדינת ישראל בהחלט ערוכה לכך. במקביל לא ניתן להתעלם

מפרויקטי הענק הקשורים למשרד הביטחון ואשר צפויים להתקדם במהלך 2018, שהיקפם הכולל צפוי להיות לפחות 5 מיליארד ₪.

להערכתנו נראה ב-2018 חזרה של תחום החשמל הפרטי, בראש ובראשונה בגלל פתיחת המכסות למתקנים סולריים נוספים. כמו כן, ככל שנראה הסדרה של סקטור החשמל (רפורמה), צפויה כניסה מחודשת של שחקנים פרטיים לתחום זה בין באמצעות הקמת תחנות חדשות ובין ברכישה של תחנות מחברת החשמל. במקביל תמשיך חברת החשמל להשקיע ברשת ההולכה שלה לצד המשך מחזור החוב והפחתת המינוף ההדרגתית. בתחום הגז הטבעי נראה המשך פעילות לפיתוח מאגרי כריש, תנין ולויתן. זאת במקביל להמשך פעילות קבוצת דלק ונובל אנרג'י בהקשר להחזקותיהן בתמר, פעילות שעשויה להימשך גם לתוך 2020. המונופולים הממשלתיים מקורות ונתיבי גז צפויים להמשיך להשקיע בהרחבת הרשתות על רקע תכנון ארוך טווח להתאמה לצורכי המשק ויצירת יתירות.

מימון מובנה

מורן ליאני, ראש תחום מימון מובנה

בחצי השנה האחרונה בוצעו מספר מצומצם של איגוחי הלוואות צרכניות ואיגוחי פקדונות בנקים. חוק האיגוח עדיין לא אושר והמשבר הפיננסי השפיע על תפיסת הסיכון של המוצרים המובנים. הבנקים הגדולים אינם ממהרים לאגח נכסים ומעדיפים מכירה ישירה של תיקי הלוואות, ונראה כי דרישות הלימות ההון הנוכחיות אינן מהוות תמריץ מספק לאיגוח. בעולם חלה בשנים האחרונות התאוששות בהיקף ההנפקות בארה"ב ובאירופה. לקחי משבר 2008 הובילו לכך שרגולציה, שקיפות ומבנים פשוטים יצרו תיקים מאוגחים באיכות טובה יותר, והצמיחה הכלכלית בארה"ב וההתאוששות באירופה אפשרו ביצועים טובים ומשיכת משקיעים למוצרים המובנים.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערכות, תוצרי תוכנה ו/או אפליקציות אחרות, המאמרים וכל חלק ממנו (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. חלק מהמאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע במסמך זה בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הניתוחים בקשר לדירוגי אשראי וניתוחים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר המופיע בתוכן, מהווים אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד 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, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.