

נדל"ן מניב בישראל

יולי 2018

הילה פרלמוטר, מנהלת תחום נדל"ן מניב, תעשייה ומסחר, hila.perelmuter@spglobal.com
שנר אפק, אנליסט בכיר, snir.afek@spglobal.com
ניב בללי, עוזר מחקר, niv.belleli@spglobal.com

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

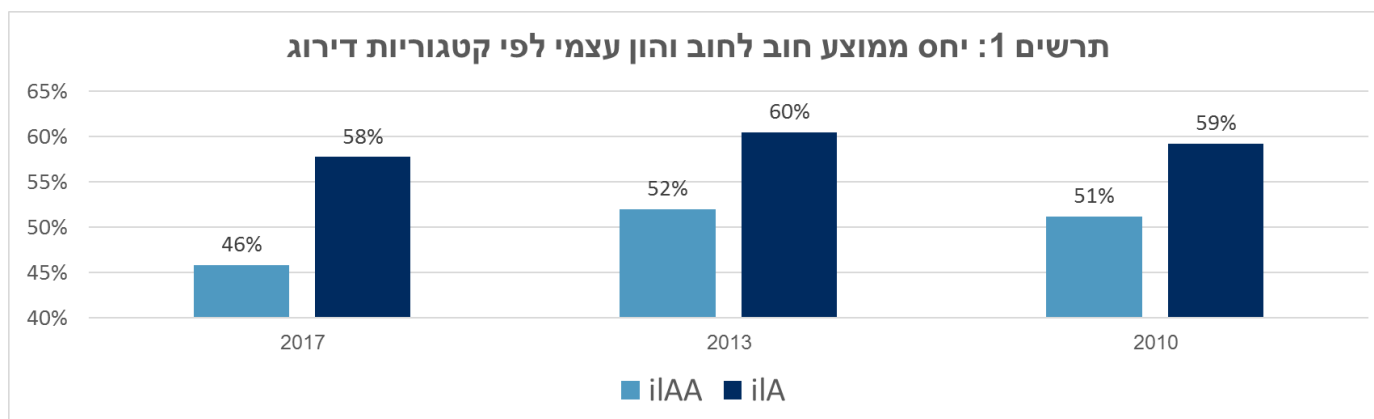
בשנים האחרונות שיפרו חברות הנדל"ן המניב הפועלות בישראל את יחסי המינוף וכיסוי הריבית. בין השאר, נהנו החברות מסביבה מקרו-כלכלית תומכת המאופיינת בשיעורי אבטלה נמוכים, בגידול בצמיחה ובצריכה הפרטית, בריבית נמוכה ובאינפלציה אפסית. סביבה זו הובילה לצמיחה בפעילות במגזר המשרדים ובשנתיים האחרונות עוזרת למתן לחצים במגזר הנדל"ן המסחרי.

בין האתגרים העיקריים העומדים בפני חברות הנדל"ן המניב בישראל ניצבים הלחצים במגזר הנדל"ן המסחרי המאופיין מזה זמן בשינויים בטעמי הרכישה של הלקוחות, המפחיתים את רכישותיהם בקניונים לטובת רכישות ברשת האינטרנט ובחול"ל, ויוצרים לחץ שלילי על דמי השכירות והניהול במרכזים המסחריים. אנו עדים להשתתפות הולכת וגוברת של בעלי קניונים בהוצאות TI (הוצאות לשיפורים במושכר) של השוכרים, מתן תקופות גרייס (תקופת "חסד" בדמי השכירות) והפחתת דמי הניהול. יחד עם זאת, מבחינת נתוני 2017 עולה שוני בהשפעה על דמי השכירות לפי איזורי פעילות. במרכזים המסחריים בתל אביב ובמרכז הארץ ניכר המשך הקיפאון בדמי השכירות, בעוד שבצפון הארץ חלה עלייה של כ-2.5% בדמי השכירות, ככל הנראה על רקע פעילות רבה יחסית של מרכזי מסחר פתוחים בצפון שחשופים פחות להשפעת המסחר המקוון ול"שמיים הפתוחים". במרכזים המסחריים בדרום הארץ הנתונים מעורבים ואינם מובהקים, ומשקפים בממוצע עליות מתונות של כ-0.5%. במבט קדימה, רשתות האופנה שנקלעו לבעיות תזרימיות, צמצום סניפים בחודשים האחרונים ורוויה במרכזים המסחריים עלולים לאורך זמן להיות גורם סיכון נוסף בפעילות הנדל"ן למסחר בשוק המקומי. להערכתנו, נמשיך לראות ביתר שאת צמצום של החשיפה של חברות נדל"ן מניב לנכסים מסחריים וגידול בחלקם של נכסי לוגיסטיקה ומרכזי הפצה, שהופכים לאטרקטיביים יותר ויותר לאור הצמיחה במסחר המקוון. נכסי לוגיסטיקה, לצד נכסי משרדים, נתפסים כאמצעי גידור מסוים להיחלשות הנכסים המסחריים.

במגזר המשרדים קיימת מזה זמן תנופת בנייה ערה, המלווה בשיעורי השכרה מקדמיים גבוהים יחסית של פרוייקטים בבנייה. ב-2017 היינו עדים להמשך פעילות ייזום בתל אביב ובאזור המרכז במקביל לביקושים ערים, אשר הביאו לעלייה ממוצעת של כ-1.5% בדמי השכירות הארציים, שנתמכה בעיקר בצמיחת ענף ההייטק ובגידול בתמ"ג. להערכתנו, הצמיחה בענף המשרדים צפויה להימשך בטווח הקצר על רקע קצב האכלוס המהיר של פרויקטים בבנייה, אך בטווח הבינוני צפויה עלייה בהיצע. 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 – בחמש השנים האחרונות ניכרת מגמה מובהקת של ירידה ביחסי המינוף, במיוחד בקרב חברות הנדל"ן המניב בקבוצת הדירוג ilAA אך גם בדירוגים הנמוכים יותר (ראו תרשים 1). מבדיקה שערכנו עולה כי השיפור ביחסי המינוף נובע בעיקר משערוכים חיוביים שנתמכו בעלייה ריאלית בפעילות, כלומר משיפור ריאלי ב-NOI (net operating income), אך גם מירידה מתונה בשיעורי ההיוון של הנכסים. נציין כי בשלוש השנים הראשונות של העשור,

התקופה שמיד לאחר המשבר הפיננסי, מספר גדול יחסית של חברות דווקא התמנפו, בין היתר בעקבות רכישות הזדמנותיות בחו"ל, מיזוגים, כניסה לייזום ורכישת קרקעות. מבין 17 חברות הנדל"ן המניב הישראליות שאנו מדרגים, רק שלוש חברות העלו את רמת המינוף באופן מובהק בשנים 2013-2017: קבוצת עזריאלי, מגה אור החזקות ודורסל (ב.א.ז.). קבוצת עזריאלי פועלת ברמת מינוף נמוכה במיוחד גם לאחר העלייה ביחס החוב לחוב והון עצמי בשנים האחרונות, ואילו מגה אור ודורסל הן חברות בשלב הצמיחה ולכן המינוף שלהן בעלייה בשנים האחרונות, דבר שהבאנו בחשבון בעת קביעת הדירוג הראשוני.



נתונים: S&P מעלות

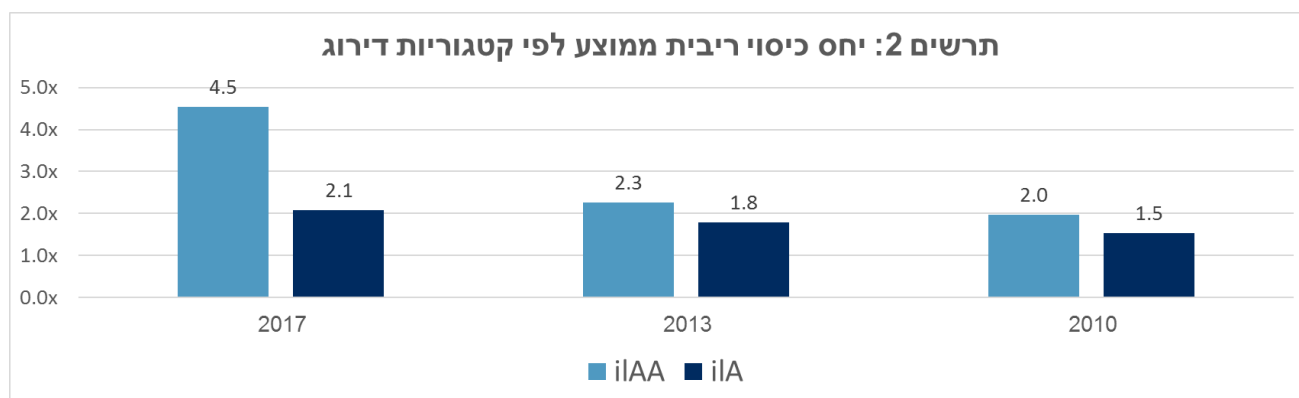
טבלה 1: יחס חוב לחוב והון עצמי בשנים 2013 ו-2017

שם החברה	דירוג	יחס חוב לחוב והון עצמי		שינוי
		2013	2017	
קבוצת עזריאלי*	iAA+	26%	33%	▲
חברת גב ים לקרקעות	iAA	53%	46%	▼
אמות השקעות	iAA	59%	53%	▼
ריט 1	iAA	54%	50%	▼
וילאר אינטרנשיונל	iAA	25%	21%	▼
איירפורט סיטי	iAA	51%	39%	▼
מליסרון	iAA-	74%	62%	▼
ביג מרכזי קניות	iAA-	62%	61%	—
ישרס חברה להשקעות	iAA-	64%	48%	▼
רבע כחול נדלן	iA+	54%	54%	—
מבני תעשייה	iA+	75%	62%	▼
חברה לנכסים ולבנין	iA	77%	68%	▼
אשטרום נכסים	iA	63%	54%	▼
מגה אור החזקות	iA	59%	65%	▲
לוינשטין נכסים	iA	42%	33%	▼
דורסל (ב.א.ז.)	iA-	47%	57%	▲
הכשרת הישוב	iA-	67%	69%	—

יחסים מתואמים על פי חישובי S&P מעלות.

* קבוצת עזריאלי: חישוב 2013 הוא על בסיס סולו מורחב (בנטרול פעילות גרנית השקעות שרוב פעילותה מומשה מאז).

ביחסי הכיסוי של חברות הנדל"ן המניב חל שיפור משמעותי בכל רמות הדירוג החל משנת 2010. לפי האומדן שלנו, כמחצית מהשיפור נובעת מהריבית הנמוכה המתמשכת ומשיפור ריאלי בפעילות, וכמחצית נובעת מהאינפלציה הנמוכה היות שרוב החוב של חברות אלו צמוד למדד. ריבית ואינפלציה נמוכות לצד שיפור ב-NOI הביאו כאמור לשיפור עקבי ביחס כיסוי הריבית ובתזרים מפעילות שוטפת בהתאמה. החברות ניצלו את תנאי השוק להארכת מח"מ והורדת שיעור הריבית על חוב מדורג ובכך שיפרו את הנזילות והגמישות הפיננסית. מיחזורי החוב האחרונים הובילו להפחתת התלות של חלק מהחברות במיחזור עתידי והבטיחו להן יציבות בחלק ממבנה העלויות גם במקרה של עלייה בשיעור הריבית ובאינפלציה.



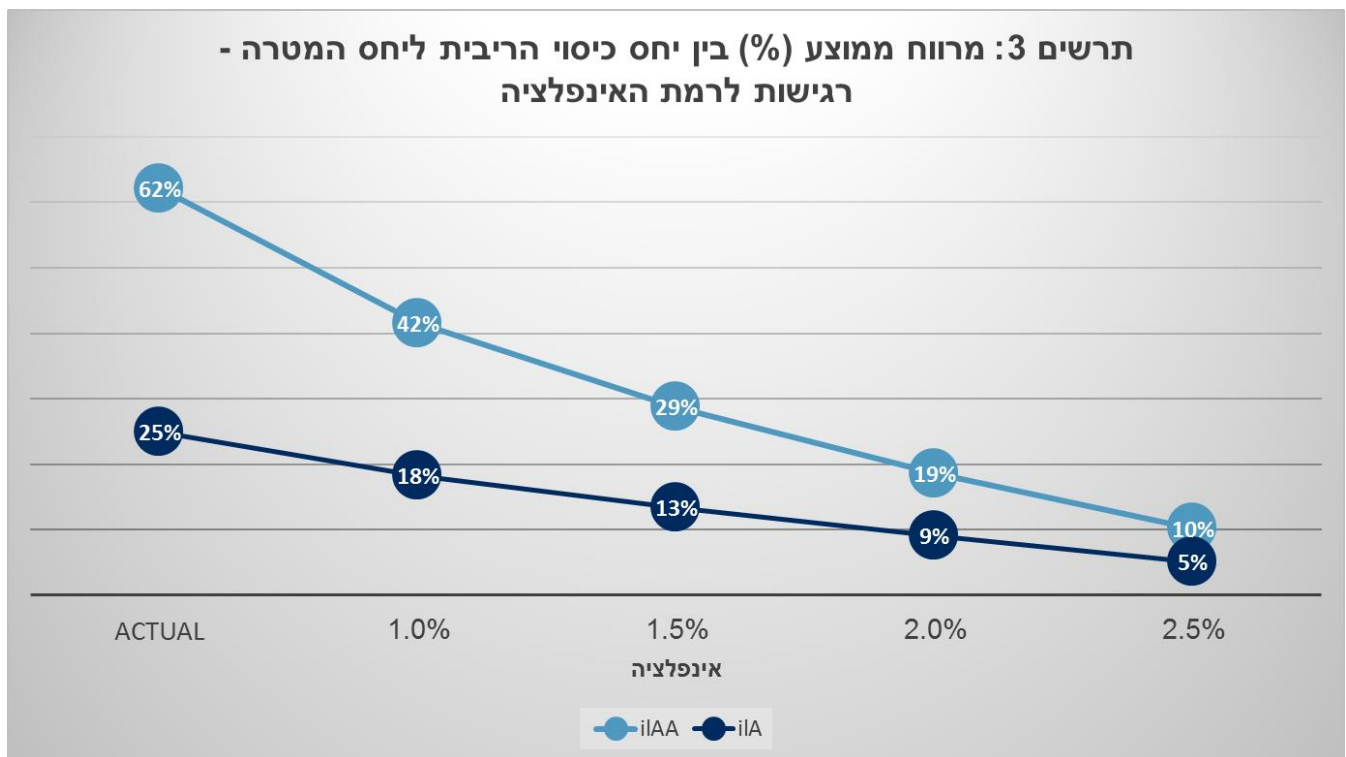
נתונים: S&P מעלות

טבלה 2: יחס כיסוי הריבית בשנים 2013 ו-2017

שם החברה	דירוג	יחס כיסוי ריבית 2013	יחס כיסוי ריבית 2017	שינוי
קבוצת עזריאלי	iIAA+	3.09	7.12	▲
חברת גב ים לקרקעות	iIAA	1.59	2.87	▲
אמות השקעות	iIAA	1.69	3.64	▲
ריט 1	iIAA	2.60	5.40	▲
וילאר אינטרנשיונל	iIAA	3.92	7.74	▲
איירפורט סיטי	iIAA	2.57	6.27	▲
מליסרון	iIAA-	1.68	2.61	▲
ביג מרכזי קניות	iIAA-	1.63	2.60	▲
ישרס חברה להשקעות	iIAA-	1.55	2.55	▲
רבע כחול נדלן	iIA+	1.32	2.03	▲
מבני תעשייה	iIA+	1.48	2.05	▲
חברה לנכסים ולבנין	iIA	0.95	1.57	▲
אשטרום נכסים	iIA	1.46	1.71	▲
מגה אור החזקות	iIA	1.45	2.09	▲
לוינשטין נכסים	iIA	2.80	2.73	▼
דורסל (ב.א.ז.)	iIA-	3.95	3.19	▼
הכשרת הישוב	iIA-	0.83	1.24	▲

יחסים מתואמים על פי חישובי S&P מעלות.

במבט קדימה, עלייה ברמת האינפלציה צפויה אמנם להשפיע על הוצאות המימון של חברות הנדל"ן המניב, בעיקר בחברות שחלק משמעותי מהחוב שלהן צמוד מדד, אך השפעתה תתקזז חלקית היות שחוזי השכירות בארץ גם הם צמודי מדד. במבחן רגישות לאינפלציה עולה כי חברות עם איכות אשראי גבוהה יותר יתמודדו טוב יותר עם העלייה ברמת האינפלציה (תרשים 3). חברות בקטגוריית ה-'ilAA' הציגו בסוף 2017 מרווח של כ-60% בין יחס כיסוי הריבית הנוכחי¹ שלהן לבין יחס המטרה², לעומת מרווח של כ-25% בחברות בקטגוריית ה-'ilA'. אנו מעריכים שאם תעלה האינפלציה ל-2.5%, חברות בקטגוריית ה-'ilAA' ישמרו על מרווח ממוצע הולם של כ-10% מיחס המטרה ואילו חברות בקטגוריית ה-'ilA' ירדו למרווח ממוצע של כ-5%, שבו עלול להתחיל להיווצר לחץ שלילי על הדירוג. יצוין כי חלק החוב הצמוד למדד במבנה החוב של החברות בקטגוריית ה-'ilAA' גבוה יותר (73% בממוצע) מבמבנה החוב של חברות בדירוגים נמוכים יותר (57%). משום כך, יחס כיסוי הריבית של חברות מקבוצת ה-'ilAA' רגיש יותר לשינויים באינפלציה (כמתבטא בתרשים 3 בירידה חדה יותר במרווח מיחס המטרה), אך עדיין גבוה יותר משל חברות בקטגוריית ה-'ilA'.



נתונים: S&P מעלות

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 Ratings Global S&P מאמינה כי הינו מהימין. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Ratings Global P&S בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P Ratings Global 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-Ratings Global S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

¹ יחס כיסוי הריבית: יחס מתואם על פי חישובי S&P מעלות, EBITDA להוצאות ריבית ברוטו.

² יחס המטרה הוא יחס פיננסי ש-S&P מעלות קבעה לחברה מסוימת עבור דירוגה הנוכחי, ובהינתן הפרופיל העסקי הנוכחי שלה.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של Ratings Global 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. Ratings Global S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. Ratings Global S&P 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, מכלולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת Ratings Global S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.