

# משבר הקורונה מאיץ שינויים מבניים בשוק המשרדים העולמי. ומה בישראל?

יולי 2020

מגמות אשראי

אנשי קשר:

הילה פרלמוטר [hila.perelmuter@spglobal.com](mailto:hila.perelmuter@spglobal.com)

גיל אברהמי [gil.avrahami@spglobal.com](mailto:gil.avrahami@spglobal.com)

## תוכן עניינים

2	תמצית
3	חברות נדל"ן למשרדים בישראל
5	הערכת S&P Global Ratings לשווקים מרכזיים בעולם
6	מעבר לעבודה מהבית עשוי להפחית את הביקוש לשטחי משרדים ברחבי העולם
7	מודל חללי העבודה בעולם בסכנה

## משבר הקורונה מאיץ שינויים מבניים בשוק המשרדים העולמי. ומה בישראל?

### תמצית

- בעקבות המיתון העולמי ושיעור האבטלה הגבוה הנלווה אליו ברחבי העולם, S&P Global מעריכה שהביקוש לשטחי משרדים יקטן וצפויה ירידה בשיעורי התפוסה ובדמי השכירות בכל השווקים בשנה הקרובה. עד כה נראה כי שיעורי הגבייה של דמי השכירות על ידי בעלי הנכסים נשארו גבוהים.
- חברות הנדל"ן המדורגות הפועלות בתחום נכנסו למשבר במצב פיננסי איתן, עם שיעורי תפוסה גבוהים, יציבות בדמי השכירות וממוצע חוזים ארוך טווח, מה שעשוי לסייע להן למתן את השפעות המיתון.
- בעקבות הסנטימנט השלילי ואי הוודאות הגבוהה, אנו צופים לחצים גם על ענף המשרדים בישראל כבר בשנה הקרובה. עם זאת, בשלב הנוכחי הסיכון של חברות הנדל"ן המשרדי בישראל מתון יחסית, לאור השיפור שחל בשנים האחרונות ביחסים הפיננסיים שלהן, הגידול בבסיס ההון והנזילות ההולמת.
- אנו צופים כי משבר הקורונה יאיץ את תהליכי האימוץ של עבודה מהבית בחלק מהחברות, ויוביל בטווח הארוך יותר להאטה בביקוש לשטחי משרדים, במיוחד באזור המרכז בו פועלות חברות הייטק רבות.

S&P Global צופה שהתמ"ג העולמי יתכווץ ב-3.8% ב-2020 ויחזור לצמוח ב-5.3% ב-2021. בישראל צופה S&P Global התכווצות של 6% בתמ"ג ב-2020 וצמיחה של 6.5% ב-2021, ושיעור אבטלה של כ-11% ב-2020 שירד לכ-6% ב-2021. להערכתנו, לביקוש למשרדים יש מתאם גבוה עם הצמיחה בתמ"ג ועם שיעור האבטלה במשק.

טבלה 1: שיעורי צמיחה (התכווצות) בתמ"ג במדינות שונות בעולם, לפי תחזית S&P Global

	2022	2021	2020
ישראל	3.0	6.5	(6.0)
ארה"ב	3.0	5.2	(5.2)
אירופה	2.9	5.5	(7.8)
גרמניה	2.6	44.	(2.6)
צרפת	3.1	6.8	(9.5)
ספרד	3.8	6.8	(9.8)
איטליה	2.3	5.3	(9.5)
בריטניה	2.6	6.5	(8.1)
סין	4.7	7.4	1.2
הודו	6.5	8.5	(5.0)
עולמי	4.0	5.3	(3.8)

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס בקרב מומחי רפואה הוא שייתכן שהמגפה הגיעה או כמעט הגיעה לשיאה באזורים מסוימים בעולם, אולם תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לא לקרות עד המחצית השנייה של 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו [באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

## חברות נדל"ן למשרדים בישראל

בבחינת הביצועים התפעוליים של חברות הנדל"ן המניב הפועלות בישראל אנו מקבלים אינדיקציות לפגיעה מתונה בלבד (אם בכלל) בחודשים מאז פרוץ המשבר, וניכר כי שיעורי הגבייה גבוהים, 85%-100%. שיעור קטן בלבד מהשוכרים התקשה לשלם דמי שכירות, וברוב המוחלט של המקרים ניתנו דחיות ופריסת תשלומים על חודשים אפריל-מאי אך לא היה ויתור על דמי שכירות, והגבייה של חודש יוני חזרה לקדמותה. להבנתנו, נכון לחודש יוני השוכרים של החברות המדורגות לא ביטלו חוזי שכירות (ובהתאמה לא חלו שינויים משמעותיים בשיעורי התפוסה), וחוזי השכירות החדשים או המתחדשים נחתמים בדמי שכירות יציבים יחסית. למרות זאת, אנו סבורים ששוק השכרת המשרדים מוטה כיום לטובת השוכרים, מצב שיצור לחץ על בעלי הנכסים להפחית את דמי שכירות, בעיקר באזורים בהם יש עודף היצע. כתוצאה מכך, אנו מעריכים כי תחול ירידה של עד 5% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים בשנת 2020 בחברות הנדל"ן המניב המדורגות, בין היתר, בהתבסס על היקף החוזים הנפתח כל שנה (כ-20% מהחוזים בממוצע).

בטווח הקרוב אנו סבורים כי שיעור השימור של שוכרים ימשיך להיות גבוה, שכן חברות מעדיפות להימנע ממעבר משרדים בשל עלויות המעבר הגבוהות, בוודאי בזמן מיתון. אנו סבורים גם שנמשיך לראות העדפה לחוזים ארוכי טווח (עם מח"מ של 5 שנים, כפי שרווח ערב משבר הקורונה) בשל היתרונות שמקנים חוזים אלו לשוכרים, כולל דמי שכירות נמוכים יותר. להערכתנו, סביר שלא נראה חברות המצמצמות משמעותית את שטחי המשרדים שלהן בטווח הקרוב, בגלל מגבלות הריחוק החברתי.

יחד עם זאת, אנו מזהים חשיפה מיידית של חברות הנדל"ן למתחמי העבודה הפתוחים, שספגו מכה קשה במשבר הקורונה, אולם שוכרים אלו מהווים להערכתנו כ-5% בלבד מסך ה-NOI והשטח של תיק הנכסים של החברות המדורגות, ולכן השפעתם זניחה.

חשיפה מיידית נוספת היא לשטחי החניונים שחוו ירידה משמעותית בביקוש בחודשים אפריל-מאי, ועל רקע הגל השני אנו מעריכים שנמשיך לראות חולשה זאת בחודשים הקרובים. עם זאת, מרבית החברות הצליחו לקזז חלקית את אובדן ההכנסות באמצעות צמצום עלויות אחזקה של הנכסים בחודשים אלו, ושמרו על יציבות יחסית ב-NOI. בנוסף, בנייני משרדים של קבוצות רכישה, המאופיינים בשוכרים קטנים-בינוניים עם איתנות פיננסית נמוכה יותר, חשופים, להערכתנו, ללחץ מידי על דמי השכירות ושיעורי התפוסה. בשנים האחרונות צמח מאד תחום קבוצות

הרכישה, והוא מהווה חלק ניכר בצמיחת מגזר המשרדים במרכז. אולם רוב החברות המדורגות מחזיקות בבעלות מלאה או בשליטה על הנכסים, ושוכרין מאופיינים לרוב באיתנות פיננסית טובה.

בניתוח הטווח הבינוני תמונת המצב עשויה להשתנות. להערכתנו בהחלט ייתכן שכוח המיקוח של השוכרים יגדל בשנה הקרובה ובטווח הבינוני, כפי שקורה בעולם. ניתן לשייך זאת למספר גורמים: הראשון – השפעות המיתון על תכניות ההתרחבות של חברות ועל הביקוש למשרדים; השני – תנופת הבנייה במרכז הארץ, שעשויה להוביל לעודף שטחי משרדים בשנים הקרובות על רקע המיתון (בהקשר זה נציין כי להבנתנו, נמשכת הקמתם של פרויקטי ייזום הנמצאים בבנייה, אולם חברות יעשו הערכות מחדש לפרויקטים בקנה, תוך בחינת האפשרות לשינוי זכויות ויעוד למגורים או לעירוב שימושים); והשלישי – ריבוי המשרדים המושכרים למגזר ההיי-טק, שהיה ויהיה מהראשונים והבולטים במעבר לעבודה מהבית. נוסף כי ענף ההיי-טק נהנה בשנים האחרונות מרוח גבית של השקעות זרות ומקומיות, אך ירידה בהיקפי השקעות אלו עלולה להביא לצמצום משמעותי בתנופה שחוזה הענף בשנים האחרונות, ובהתאם לירידה בביקוש לשטחי משרדים.

בטווח הרחוק יותר, שינוי דפוסי העבודה (מעבר לעבודה מהבית) בהחלט עשוי להוביל לצמצום קבוע של שטחי משרדים מצד תאגידים. עם זאת, הצמצום לא יהיה בהכרח באותו שיעור כמו צמצום ימי העבודה במשרד של העובדים.

מיתון מתמשך, עודף היצע של שטחים ועצירה במגזר ההיי-טק, יחד עם מגמות ארוכות טווח של מעבר לעבודה מהבית, עשויים להביא, לדעתנו, לירידה על פני זמן של כ-5%-15% ב-NOI מנכסים זהים, שעשויה בהתאמה להיות מתורגמת לשערוך שלילי של הנכסים בכ-10%. יחד עם זאת, חברות הנדל"ן המניב הפועלות בישראל נכנסו למשבר במצב פיננסי איתן, ויחסי הכיסוי הנוכחיים שלהן משקפים מרווח מספק מיחסי המטרה של הדירוגים. להערכתנו, הריבית במשק צפויה להישאר אפסית בזמן הקרוב ולכן, במבחינת גמישות שבצענו על ההכנסות, היחסים הפיננסיים עודם מספקים. מבחינת נזילות, חברות הנדל"ן המניב הצטיידו בכריות מזומנים בתחילת המשבר. הצהרת בנק ישראל האחרונה בנוגע לרכישת אג"ח קונצרניות בהיקף נרחב תמכה אף היא בנגישות החברות למקורות מימון, כפי שראינו בגל ההנפקות של חודשי יוני-יולי. באופן כללי שוק ההון הישראלי והמערכת הבנקאית עדיין תומכים בחברות, למרות עלייה מסוימת במרווחי הסיכון בהשוואה לתקופה טרום המשבר.

בטווח הארוך אנו צופים שינוי בהעדפות השוכרים לכיוון שטחי משרדים גמישים המאפשרים שינויים תכופים בחלל העבודה ועמדות עבודה "חמות". נראה גם יותר ביקוש לבניינים ירוקים וחסכוניים באנרגיה ולבניינים הקרובים לנתיבי תחבורה מרכזיים. החברות שאנו מדרגים מחזיקות בנכסי נדל"ן במיקומים מרכזיים, ובמסגרת תכניות הייזום שלהן יוכלו לבצע התאמות תכנוניות שיענו על דרישות אלו ולייצר לעצמן מנועי צמיחה עתידיים שימשכו שוכרים פוטנציאליים גם בעידן של מעבר לעבודה מהבית.

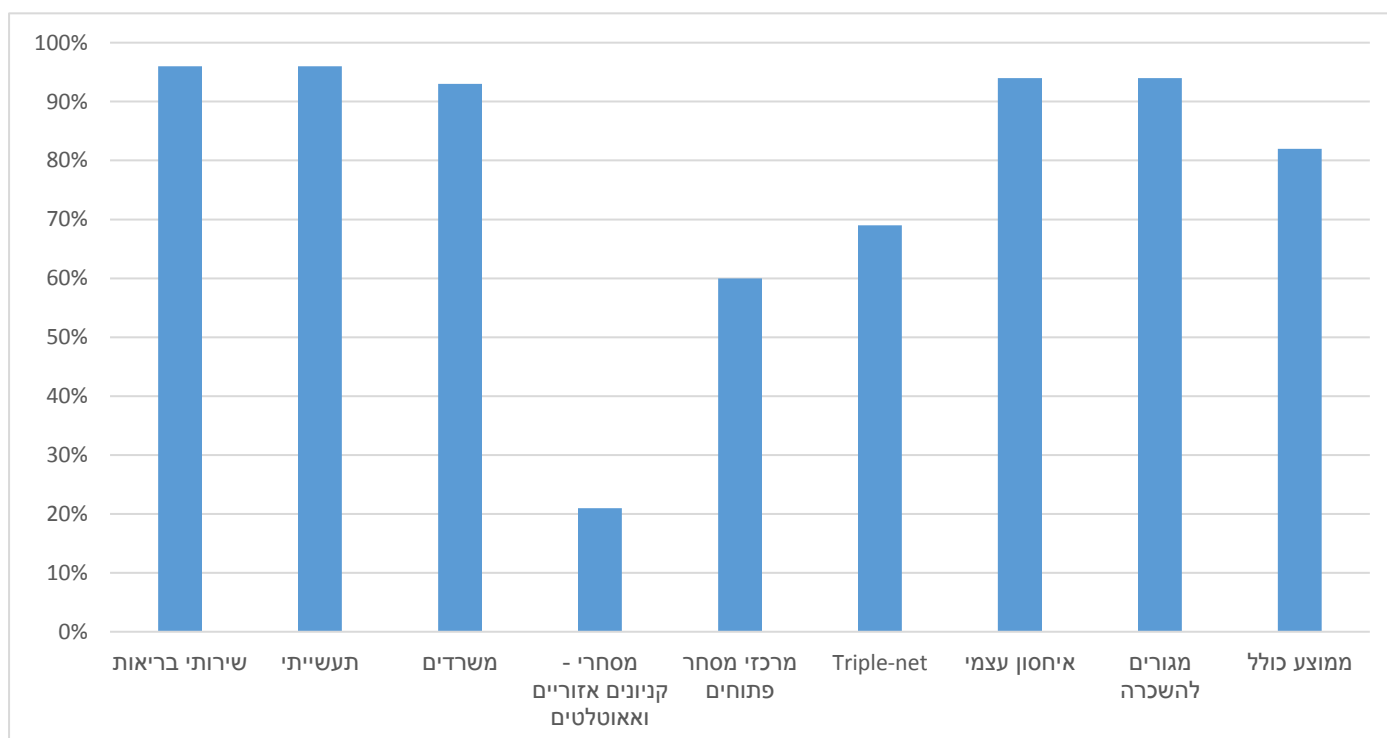
## טבלה 2: שיעורי צמיחה (התכווצות) בתמ"ג ושיעורי האבטלה בישראל, לפי תחזית S&P Global

2023F	2022F2	2021F	2020F	2019	2018	2017	2016	2015	
3.0	3.0	6.5	(6.0)	3.5	3.4	3.5	3.9	2.3	גידול ריאלי בתמ"ג
5	5	6	11	3.8	4.0	4.2	4.7	5.3	שיעור אבטלה

### הערכת S&P Global Ratings לשווקים מרכזיים בעולם

**בארה"ב**, S&P Global Ratings מעריכה שייקח מספר שנים לשוק העבודה להשתקם מהמשבר ולחזור לשיעורי אבטלה נמוכים מ-4%. סטגנציה במספר המשרות החדשות תעצור את תכניות ההתרחבות של תאגידים שונים ותגביל את התיאבון לשטחי משרדים חדשים. יחד עם זאת, בשלב זה נראה ששיעורי הגבייה משוכרי משרדים בארה"ב גבוהים ובאפריל עמדו במוצע על כ-96%. S&P Global Ratings צופה גם ששיעור השימור של השוכרים יהיה גבוה בשל העלויות הגבוהות הכרוכות במעבר משרדים בעת מיתון. אך למרות זאת, S&P Global Ratings סבורה ששוק השכירות של המשרדים מוטה כיום לטובת השוכרים ושירידה בשיעורי התפוסה תיצור לחץ על בעלי הנכסים להפחית את דמי שכירות בכל השווקים בשנה הקרובה. כתוצאה מכך צופה S&P Global Ratings ירידה בשיעור חד ספרתי ב-NOI מנכסים זהים בשנת 2020 בחברות הנדל"ן המניב המדורגות בארה"ב המחזיקות בנכסי משרדים.

### תרשים 1: שיעור הגבייה הממוצע באפריל, לפי מגזר



**באירופה**, צעדי המנע שנקטו הממשלות מכרסמים ביכולתם של תאגידיים שונים לשלם דמי שכירות. המגפה והשפעותיה יעכבו תכניות צמיחה של תאגידיים בשוקי מפתח באירופה, ונראה ירידה בשיעורי התפוסה של משרדים כתוצאה מקיצוץ עלויות ופיטורי עובדים. ככל שהמגפה מכבידה יותר על הכנסות השוכרים, בעיקר בקרב שוכרים קטנים, גובר הלחץ עליהם להתמקח על דמי השכירות ולהפחית את עלויות הנדל"ן. ב-2020-2021 מרבית שוקי המשרדים באירופה יפגינו חולשה, כחלק מההרעה בתנאים הכלכליים. אנו צופים כי השווקים בהם פועלות מרבית החברות המדורגות באירופה (כמו פריז, מדריד, ברלין, פרנקפורט וורשה) יחוו האטה בפעילות השכרת המשרדים. S&P Global Ratings סבורה כי המחסור בבניינים באיכות גבוהה, צפיפות האוכלוסייה ושיעורי התפוסה הגבוהים ערב המשבר ימתנו חלקית את הירידה בביקושים בשנת 2020. ב-2021 צפויה התאוששות איטית בשוק המשרדים שתקבל רוח גבית מההתאוששות הכלכלית. יחד עם זאת, בטווח הארוך הענף עשוי לסבול משיבושים הנובעים משינויים מבניים, בעיקר מעבר לעבודה חלקית או מלאה מהבית וירידה בביקוש לשטחי נדל"ן מצד התאגידיים. נציין כי גם בקרב החברות המדורגות באירופה שיעורי הגבייה טובים נכון להיום (80%-90%), יש להן חשיפה קטנה לשוכרים קטנים (כ-5% מסך ההכנסות השנתיות) ורק 10% מסך הכנסות השכירות שלהן נמצאות בסיכון (לדוגמה של הפיכתן לחובות מסופקים). בהתאם, S&P Global Ratings מעריכה שאובדן הכנסות השכירות ב-2020 בקרב החברות המדורגות יהיה כ-5%-10%. כמו כן, לאחר שנים של שערורים חיובים, ייתכן היפוך מגמה עם שערורן שלילי של 5% בשנת 2020, דבר המשקף ציפיות לתזרימי מזומנים חלשים מצד השמאים (בשל שיעורי תפוסה נמוכים יותר או ירידה בדמי השכירות) ועלייה פוטנציאלית בשיעורי ההיוון.

### **מעבר לעבודה מהבית עשוי להפחית את הביקוש לשטחי משרדים ברחבי העולם**

עם היציאה מהמגפה והערכת אסטרטגיית החזרה למשרדים, תגדל אי הוודאות לגבי הצורך העתידי בנדל"ן משרדי, לפחות בפורמט המוכר לנו לפני המגפה. במהלך המשבר הואצה הדיגיטציה בתאגידיים ונמצא כי על אף המעבר לעבודה מהבית נשמר פריון העבודה במקרים רבים. בעקבות זאת, הצורך במשרדים בענפים רבים עומד בסימן שאלה והקיסון בביקוש לשטחים משרדיים עשוי להתרחש בטווח הבינוני-ארוך. פייסבוק הכריזה לאחרונה כי כ-50% ממצבת כוח האדם שלה תעבור לעבודה מרחוק תוך עשור, וחברות טכנולוגיה גדולות נוספות כבר יצאו בהכרזות דומות. מגזר הטכנולוגיה שימש מנוע צמיחה מרכזי עבור חברות נדל"ן מניב מתחום המשרדים בשנים האחרונות והיווה בממוצע כ-25% מדמי השכירות השנתיים של חברות אלו.

עבודה מהבית אינה מגמה חדשה ועבודה מרחוק אינה איום חדש על בעלי נכסים. כבר לפני המגפה התחילו בעלי נכסים להתאים את נכסיהם למגמות אלו, למשל על ידי התקנת "עמדות חמות" המגדילות את הגמישות ומקטינות את כוח העבודה במשרד ל-75%. אולם מגפת הקורונה ואמצעי הבריאות והבטיחות יאיצו את אימוץ המגמה בקרב תאגידיים ועשויים בסופו של דבר לשחוק את הביקוש למשרדים בקרב שוכרים ולהוביל לירידה בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה. להערכתנו, בניינים באיכות גבוהה, מוכוונים שירותים לדיירים ובמיקומים מרכזיים יהיו עמידים יותר בפני מגמות אלו.

בסקר שערכה חברת הייעוץ האדריכלי Gensler<sup>1</sup> בקרב 2,300 עובדים, רק 12% אמרו שירצו להמשיך לעבוד מהבית חמישה ימים בשבוע, עלייה קלה בלבד בהשוואה ל-10% טרום המגפה. עם זאת, מרבית הנשאלים ציינו כי הם מצפים לשינויים משמעותיים בסביבת העבודה על מנת שירגישו בנוח לחזור למשרד. לכן, תוצאה אחרת של מגפת הקורונה בטווח הקצר-בינוני עשויה להיות ריחוק שטחי המשרדים, בניגוד למגמת הציפוף שראינו מאז מיתון 2008 כשמעסיקים עברו לחללי עבודה פתוחים ושטחים משותפים גדולים. בטווח הקצר-בינוני, אנו מעריכים כי דרישות הריחוק החברתי עשויות להפוך את מגמת הציפוף ולהגדיל את חללי העבודה מ-150-175 מ"ר לעובד לכ-200 מ"ר לעובד. במצב כזה, לבניינים חדשים בעלי גמישות גדולה יש יתרון על פני בניינים מיושנים. מוקדם מדי להעריך את ההשפעה הסופית וארוכת הטווח של מגפת הקורונה על ענף הנדל"ן המשרדי, אך המשבר עשוי להשפיע על דרישות השוכרים לגמישות רבה יותר של חוזי השכירות. בהקשר זה נציין את מגפת ה-SARS שפגעה קשות בכלכלת הונג-קונג וסינגפור אך לא הביאה לשינויים משמעותיים בניצול שטחי המשרדים. שווקים אלו המשיכו להיות מהיקרים ביותר למ"ר ומהצפופים ביותר בשטח לעובד.

### **מודל חללי העבודה בעולם בסכנה**

יחד עם תחום ההיי-טק, הצמיחה המהירה של מודל חללי העבודה המשותפים והגמישים הובילה חלק ניכר מהביקוש לשטחי נדל"ן משרדי בשנים האחרונות וספגה חלק מההיצעים החדשים בשוק. וכמו בישראל, כך בכל העולם, חללי העבודה המשותפים היו מהראשונים לחוש את הלחץ על שיעורי התפוסה, בעיקר בשל החוזים קצרי הטווח המאפיינים את המודל. הירידה הדרסטית בביקוש ואי הוודאות לגבי היציאה מהמשבר צפויות להוביל לעצירת תכניות הצמיחה של חברות כמו We Work ולקיצוץ בהוצאותיהן.

לחברות הנדל"ן הישראליות שאנו מדרגים, כמו גם לחברות נדל"ן שמדרגת S&P Global Ratings, חשיפה מועטה לחברות חללי העבודה המשותפים, פחות מ-5% מהכנסות השכירות. אולם ההאטה בפעילות חברות החללים המשותפים עלולה להאט את סיכויי הצמיחה של מגזר המשרדים בכלל. הדבר ניכר במיוחד בשווקים מרכזיים כמו ניו-יורק, אך גם באזור המרכז בישראל. הגידול בשטחים הפנויים כתוצאה מעזיבת שוכרים אלו עלולה להוסיף ללחץ על דמי השכירות בטווח הקצר-בינוני.

---

<sup>1</sup> Gensler U.S. Work from Home survey 2020

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 מהימין. 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.