
יולי 2013

מבט ענפי - ענף יזום נדל"ן למגורים בישראל אי הודאות הגוברת בשוק יחד עם הקושי בקבלת אשראי מובילים לקיטון בהתחלות הבנייה

אנליסטים:

גיל אברהמי, (03)7539719, gil.avrahami@standardandpoors.com

גל מנקס, (03)7539733, gal.menkes@standardandpoors.com

אליס קדם, (03)7539739, alice.kedem@standardandpoors.com

מנהל תחום חברות נדל"ן ותעשיות קלות:

עופר אמיר, (03)7539715, ofer.amir@standardandpoors.com

תוכן

תמצית

השפעת פרמטרים מקרו-כלכליים

מגמות ענפיות בצד הביקוש

מגמות ענפיות בצד ההיצע

מבט קדימה

מבט ענפי - ענף יזום נדל"ן למגורים בישראל אי הודאות הגוברת בשוק יחד עם הקושי בקבלת אשראי מובילים לקיטון בהתחלות הבנייה

תמצית

- ההאטה בפעילות במשק הישראלי, המגבלות שהוטלו ע"י בנק ישראל והצפי להכבדת המיסוי בתחום הדירות למגורים, עשויים להוביל לריסון הביקושים לדיור בטווח הזמן הקצר.
- מאידך, אנו רואים בשיעור הריבית הנמוך ובצפי להמשך ירידת הריבית במשק בטווח הזמן הקצר כגורמים התומכים ביציבות רמת הביקוש לדיור. לכן, בתרחיש הבסיסי שלנו אנו מעריכים כי רמת הביקוש עלולה לרדת, אך לא בשיעור משמעותי.
- בצד ההיצע, אנו מזהים מגמה של קיטון בהתחלות הבניה, לאחר השיא שנצפה בשנים 2010-2011. במידה ותימשך מגמת הקיטון בקבלת היתרי בנייה, היצע הדירות החדשות צפוי לקטון בשנים 2014-2016 ובתורו להוביל להתגברות קצב עליית מחירים.
- אנו צופים ירידה בהכנסות של החברות הפועלות בענף בשנים 2014-2015, לנוכח הירידה בקצב התחלות הבנייה בשנת 2012 וברבעון הראשון של 2013.
- לכן, בתרחיש הבסיסי שלנו אנו מעריכים כי תמשך מגמת עליית מחירי הדיור בשנה הקרובה אם כי בשיעור מתון יותר בהשוואה לשנת 2012.

השפעת פרמטרים מקרו-כלכליים

להערכת Standard & Poor's Maalot, ענף היזמות למגורים מאופיין בסיכונים גבוהים יחסית בהשוואה לסקטורים עסקיים אחרים במשק הישראלי. רמת הסיכון נובעת בעיקר מרמות תחרות וביזור גבוהות הגורמות לשחיקה במרווחים היזמיים, מהשקעות גבוהות הגוררות תלות במערכת הבנקאית, מבירוקרטיה המובילה להתמשכות תהליכי התכנון והאישור, וכן ממחסור בכוח העבודה. מאידך, הגידול הדמוגרפי, העדפות הצרכנים לרכישת דירה, והעדר אלטרנטיבות להשכרה לטווח ארוך הינם, להערכתנו, גורמים הפועלים להפחתת הסיכון הענפי. בבסיס תחזית Standard & Poor's לחברות המדורגות בענף יזום נדל"ן למגורים אנו מתחשבים בגורמי היסוד ארוכי הטווח של המשק הישראלי (כגון קצב הצמיחה ארוך הטווח, קצב גידול האוכלוסין וכדומה), תוך התמקדות במספר אינדיקטורים מקרו-כלכליים, שלדעתנו משפיעים באופן משמעותי על ביצועי הענף. לדעתנו, צד הביקוש לדיור מושפע בעיקר משיעור הריבית ומזמינות האשראי לרכישת דיור, וכן מקצב גידול האוכלוסייה והכנסתה. הגורמים העיקריים המשפיעים על התפתחות ההיצע, להערכתנו, הינם מקורות זמינות המימון לחברות הפעילות בתחום הנדל"ן וכן מדיניות הממשלה הכוללת, בין היתר, את קצב ומיקום שיווק הקרקעות ומשך הליכי התכנון והרישוי.

להלן הערכת S&P Maalot בנוגע לפרמטרים מקרו-כלכליים עיקריים לשנים 2013-2014:

- **ריבית במשק:** בחודש מאי 2013 הפחית בנק ישראל את הריבית פעמיים עד לרמה של 1.25% וקיימת סבירות להורדה נוספת בחודשים הקרובים. להערכתנו, סביבת ריבית נמוכה תומכת בהתחזקות הביקושים ומורידה את עלויות המימון הן של רוכשי הדירות והן של החברות בענף.

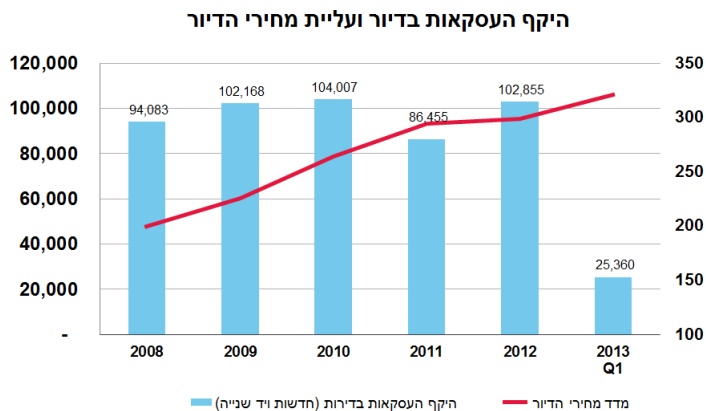
- **ביטחון צרכנים:** מדד אמון הצרכנים נמצא במגמת ירידה בחודשים האחרונים, כאשר בחודש אפריל 2013 היה המדד הנמוך ביותר מזה שנה. להערכתנו, מגמה זו מעידה על הרעה מסוימת במצב הכלכלי שכבר התרחשה, אולם בעיקר על החשש מפני הגזרות הכלכליות הצפויות ופגיעה בכוח הקניה של מעמד הביניים.
- **שיעור האבטלה:** שיעור האבטלה נמצא במגמת ירידה משנת 2009 ועמד על 6.9% בסוף 2012. ע"פ תחזית S&P, שיעור האבטלה צפוי לעמוד על כ- 6.6% בשנת 2013 ולעלות לכ- 7% בשנת 2014, בשל הריסון הפיסקאלי הצפוי. עלייה בשיעור האבטלה, צפויה להשפיע לרעה על רמת הביקושים בענף.
- **שיעור האינפלציה:** שיעור האינפלציה השנתי היה נמוך יחסית, מתחת למרכז היעד, ואנו צופים כי הוא יישאר סביב 2% בשנת 2013 ויעלה לכ- 2.8% בשנת 2014.

אנו סבורים כי אי הודאות בנוגע לקיצוצים העתידיים בתקציב הממשלה והפגיעה הצפויה בכוח הקניה של מעמד הביניים יצרה בחודשים האחרונים אווירה כלכלית שלילית, אשר יכולה להוביל לריסון הביקושים בטווח הזמן הקצר. בנוסף, אי הודאות בנוגע לצעדי הממשלה בענף הדיור ולרמת המחירים העתידית צפויה גם כן להוביל להמשך המגמה של ירידה בהיתרי בניה ובהתחלות הבנייה.

מגמות ענפיות בצד הביקוש

בשנים האחרונות אופיין ענף הנדל"ן למגורים בעלייה חדה של מחירי הדיור, כאשר מתחילת 2008 ועד מרץ 2013, עלו מחירי הדיור¹ בכ- 74%. במהלך הרבעון הראשון של 2013 עלו מחירי הדיור בכ- 1.4%, שיעור המשקף קצב עלייה שנתי של כ- 5.6%, שהינו נמוך משיעור עליית מחירי הדירות בשנת 2012 (8.7%).

רמת הביקושים² בשנת 2012 נותרה גבוהה, כאשר מספר העסקאות למגורים עלה בכ- 18% לעומת 2011. לפי הערכות, מגמה זו נמשכה גם ברבעון הראשון של 2013, כאשר מספר העסקאות הסתכם בכ- 25 אלף, עלייה של 13% בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. נתונים אלו משקפים מגמה של התחזקות הביקוש לדיור חרף העלייה במחירי הדיור, וזאת לאחר תקופה קצרה של ירידה, בעקבות המחאה הציבורית בשנת 2011.



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ומשרד הבינוי והשיכון

להערכתנו, התחזית לטווח הארוך לביצועי המשק הישראלי, לרבות הצפי לשיעור צמיחה בתמ"ג של 3%-4% ולהמשך גידול האוכלוסייה בשיעור של כ- 1.8% בטווח הארוך (בא לידי ביטוי בהתווספות של בערך כ- 40 אלף משקי בית בשנה), תומכת ביצירת ביקושים "טבעיים" קשיחים יחסית.

¹ מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מדד מחירי הדירות.
² מקור: משרד הבינוי והשיכון.

לצד הגורמים הנ"ל, ישנם גורמים, אשר תנודתם מושפעת יותר ממחזורי העסקים, ואשר תמכו בשנים האחרונות בהתחזקות הביקוש. אנו סבורים כי מרבית התרומה לעליית מחירי הדיור נבעה מסביבת הריבית הנמוכה, שהורידה משמעותית את עלויות המימון ברכישת דירה, ביחד עם היעדר אפיקי השקעה סולידיים אטרקטיביים. כיום הריבית עומדת על 1.25% בלבד, בהמשך למדיניות להורדת הריבית שהנהיג בנק ישראל בשנים האחרונות. הריבית הנמוכה והיעדר אפיקי השקעה אלטרנטיביים תמכו בכניסתם של משקיעים רבים לענף, כאשר בשנת 2009 שיעור המשקיעים מסך העסקאות עמד על שיא של כ- 30%.



על מנת להפחית את העלייה ברמת הביקוש, הגביל בנק ישראל בנובמבר 2012 את שיעורי המינוף למשכנתאות בהתאם לסוג הרוכש וכן העלה בפברואר 2013 את הדרישות לריתוק הון מהבנקים למשכנתאות, אשר הובילו להתייקרות המימון. להערכתנו, למגבלות אלו ולעליית מחירי הדיור הייתה השפעה על היקף הרכישות על ידי המשקיעים, כאשר בשנת 2012 וברבעון ראשון 2013, שיעורם מסך העסקאות עמד על כ- 23%, השיעור הנמוך ביותר מאז שנת 2003.

חרף שיעור המשקיעים הנמוך יחסית לשנים קודמות והירידה בהיקף המשכנתאות הממונפות, רמת הביקושים למשכנתאות חדשות נותרה גבוהה, כאשר בתקופה ינואר-מאי 2013 ניטלו משכנתאות חדשות בגובה של 21.3 מיליארד ₪, עלייה של 29% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד³.

למרות היציבות שאפיינה את השוק עד כה, ניתן להצביע על מגמות שעלולות לערער במידת מה תמונה זו:

כחלק מניסיונות הממשלה להעלות את הכנסות המיסים ולהקטין את הגירעון, משרד האוצר הודיע על כוונתו לבצע קיצוצים נרחבים בתקציב והעלאות מסים אשר צפויים להתבטא גם בתחום מיסוי דירות המגורים. בין השינויים המוצעים הבולטים בתחום מיסוי דירות המגורים ניתן למצוא את ביטול הפטור ממס שבח ומס רכישה. אף על פי שאין ביכולתנו לחזות את נוסחם הסופי של השינויים, אנו סבורים כי לאי הודאות השוררת במשק ישנה השפעה מרסנת על הביקושים והיא גורמת לחשש אצל רוכשים פוטנציאליים מפני עלייה בשיעור האבטלה והרעה נוספת בכוח הקנייה לדירה.

³ מקור: בנק ישראל.

מגמות ענפיות בצד ההיצע

היצע הדירות למגורים בישראל הינו קשיח יחסית בעיקר בשל משך הליכי התכנון והרישוי בישראל שהינו ארוך מאוד ובשל המחסור הנוכחי בקרקע מתוכננת. על פי נתוני בנק ישראל⁴, מהרגע שמינהל מקרקעי ישראל, הגוף המנהל 93% מהקרקעות שבשטחה של ישראל, מחליט להפוך את הקרקע למבונה ועד לקבלת היתר בנייה משך הזמן שעובר הינו כ- 11 שנים.

בין הצעדים העיקריים שנקטה הממשלה לפתרון בעיית ההיצע ניתן למנות את הקמת ועדות הדיור הלאומי בסוף 2011, אשר תפקידן העיקרי הינו לקצר את משך הליכי התיכנון, הגברה של קצב שיווק הקרקעות לבנייה למגורים, ופטור ממס שבח למכירת שתי דירות להשקעה (הפטור פקע במאי 2013).

בפועל, היתרי הבנייה שהתקבלו בשנת 2012 עמדו על כ- 35,000 היתרים, קיטון של 9.8% לעומת שנת 2011. גם ברבעון הראשון לשנת 2013 נצפה קיטון של 43% במספר היתרי הבנייה שהתקבלו, בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. בהתחשב בכך שהשפעת האצת הליכי התכנון אינה מיידית, ומכיוון שחלק ניכר מהקרקעות ששווקו אינן באזורי ביקוש וכן מאחר וקצב השיווק עדיין נמוך מהגידול הטבעי, אין אנו צופים שיפור ניכר בצד ההיצע בטווח הקצר ואף בינוני.

ברבעון הראשון של 2013, החלה בנייתן של כ- 10,300 דירות חדשות, קיטון של 8% לעומת הרבעון האחרון של 2012 (2% מתואם עונתיות) וזאת בהמשך לירידה של כ- 13% בהתחלות הבנייה בשנת 2012 לעומת 2011. נציין כי קצב זה תואם את הביקושים הנובעים מהגידול הטבעי של משקי הבית (כ- 40,000 בשנה). להערכתנו, אי הודאות בנוגע למחירי הדירות העתידיים ולצעדים שהממשלה הנוכחית תנקוט בתחום הדיור צפויה להוביל להמשך המגמה של ירידה בהיתרי הבנייה ובהתחלות הבנייה.

נציין, כי מתחילת 2012 מלאי הדירות החדשות למכירה הינו במגמת ירידה, כאשר נכון לאפריל 2013 המלאי הינו 20,591 יחידות דיור, היצע הנמוך ביותר מאז נובמבר 2011. בהתחשב בעובדה שמשך הזמן הממוצע ממקבלת היתר בנייה ועד גמר בנייה הינו 2-3 שנים, במידה ותימשך המגמה של קיטון בקבלת היתרי בנייה ושל ירידה בהתחלות הבנייה, היצע הדירות החדשות צפוי לקטון בשנים 2014-2016 ובתורו להוביל להתגברות קצב עליית מחירים.

אנו סבורים כי פתרון בר קיימא לטווח הארוך של בעיית מחירי הדיור דורש המשך טיפול של מוסדות הממשלה בצד ההיצע, בעיקר באמצעות קיצור משך הליכי התכנון והרישוי והגדלת הקרקע המתוכננת אשר זמינה לבנייה.



מקור: בנק ישראל, דו"ח דין וחשבון לשנת 2012

החברות הפעילות בענף היזום למגורים מאופיינות בדרך כלל בשיעורי מינוף גבוהים יחסית, כאשר מקורות המימון העיקריים לחברות בתחום הינם אשראי מהמערכת הבנקאית ומשוק ההון (גיוסי אג"ח) וכן המקדמות מרוכשי הדירות. החשיפה לענף הבינוני והנדל"ן במערכת הבנקאית הינה גבוהה ועומדת קרוב למגבלה שקבע הפיקוח על הבנקים ברמה של 20% (ללא משכנתאות), גורם אשר

⁴ מקור: בנק ישראל, דין וחשבון 2012.

מגביל את זמינות האשראי הבנקאי לחברות הפועלות בענף ומקשיח את התנאים לקבלתו. כך, בינואר-מרץ 2013, 18% מהחברות בענף דיווחו על הקושי בהשגת מימון בנקאי ו- 21% על הקושי בהשגת מימון חוץ בנקאי כמגבלה על הפעילות⁵. להערכתנו, עליית מחירי הקרקעות בשנים האחרונות ביחד עם הקושי בקבלת אשראי עלולים לגרום להמשך הקיטון בהתחלות הבנייה, כאשר אנו צופים כי הקיטון בהתחלות הבנייה יהיה בעיקר מצד חברות אשר אין ברשותן קרקעות זמינות לבנייה ו/או מצד חברות עם נגישות נמוכה למערכת הבנקאית.

מבט קדימה

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי האווירה הכלכלית השלילית במשך בשל הגירעון וההאטה הצפויה בקצב הצמיחה בתוצר הלאומי (בניכוי התרומה של הפקת הגז), יחד עם הצפי להכבדת המיסוי בתחום הדירות למגורים ואי הודאות בנוגע לצעדי הממשלה העתידיים, עשויים להוביל לריסון הביקוש לדירור בטווח הזמן הקצר.

הקרבה למגבלת החשיפה הרגולטורית לענף הבינוי והנדל"ן של המערכת הבנקאית, יחד עם חוסר הודאות לגבי רמת המחירים העתידית בענף, גורמים להקשחת תנאי האשראי מבנקים ולירידה בבקשות להיתרי הבנייה ובהתחלות הבנייה. להערכתנו, גורמים אלו עלולים להוביל ללחצים להקטנת היצע הדירות ולהחרפת בעיית הדירור בטווח הזמן הקצר-בינוני.

להערכתנו, שיעור הריבית הנמוך והצפי להמשך ירידת הריבית בזמן הקצר, לצד הקיטון בהיצע הדירות החדשות הלא מכורות והירידה בהתחלות הבנייה הינם גורמים אשר תומכים בהמשך עליית מחירי הדירור בטווח הזמן הקצר.

אנו צופים ירידה בהכנסות של החברות הפועלות בענף בשנים 2014-2015, לנוכח הירידה בקצב התחלות הבנייה בשנת 2012 וברבעון הראשון של 2013 (וזאת בהתחשב בעובדה כי בהתאם לכללי IFRS הכרה בהכנסות הינה רק בעת מסירת הדירה).

לכן, בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי תמשך מגמת עליית מחירי הדירור בשנה הקרובה אם כי בשיעור מתון יותר בהשוואה לשנת 2012.

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.

⁵ מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, סקר הערכת מגמות בעסקים.