

זרקור ענפי-סיכום 2013 ומבט קדימה

דצמבר, 2013
מגמות אשראי

תוכן עניינים

נדל"ן מניב
חברות התקשורת
קמעונאות מזון
בנקאות
ביטוח
משק הגז
דשנים וכימיקלים
חברות החזקה
מימון מובנה

נדל"ן מניב

עופר עמיר, מנהל תחום חברות נדל"ן ותעשיות קלות

מרבית החברות מפגינות יציבות, אך מתגברים, להערכתנו, הסימנים למגמה שלילית

בתקופה האחרונה מתגברים, להערכתנו, הסימנים למגמות שליליות אשר עלולות להשפיע לרעה על איתנותן של חלק מחברות הנדל"ן המניב. סימנים כאלו ניכרים הן ברמה המאקרו-כלכלית, לנוכח הירידה בקצב הצמיחה, והן בשוק הנדל"ן המניב עצמו, ובעיקר בענף המשרדים, על רקע העלייה במספר התחלות הבנייה והצפי לגידול בהיצע בשנים הבאות. מאידך, חלק גדול מהחברות נהנו ב-2013 משוק הון רעב להנפקות אג"ח וקבלת 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, יסייע לחברות אלו בהורדת עלויות המימון והקטנת עומס חלויות החוב בשנים הבאות.

להערכתנו, ובהתבסס על ניסיון העבר של Standard & Poor's, סקטור המשרדים הנו בדרך כלל החשוף ביותר לשינויים מאקרו-כלכליים, אף יותר מסקטור המרכזים המסחריים. בנוסף, על פי תכניות הפיתוח הנוכחיות של החברות, היצע חדש של שטחי משרדים בהיקף גבוה צפוי להצטרף למלאי הקיים במהלך השנים 2014-2016, ועלול להאיץ אף הוא את המגמה השלילית. עם זאת, לפי תרחיש הבסיס שלנו, חלק מתכניות הפיתוח לא יצאו אל הפועל או יידחו, בין היתר עקב מחסור מימוני ודרישת המממנים לשיעורי השכרה מקדמית (pre-lease) גבוהים. בשלב זה, אנו מעריכים כי בטווח הקצר שיעורי התפוסה בענף יישארו יציבים, בין היתר, בזכות ניהול אקטיבי והענקת תמריצים לשוכרים על מנת לשמור על רמות תפוסה גבוהות.

ענף המרכזים המסחריים ממשיך להפגין יציבות יחסית. בשלב זה, חברות הנדל"ן המובילות בתחום עדיין ממשיכות ליהנות מביקוש לשטחים בקניונים הקיימים, אך אנו עוקבים בזהירות אחר ההשלכות האפשריות של כניסת מספר רשתות לקשיים בתקופה האחרונה ועודף ההיצע באיזור באר שבע ובאזור הצפון. כמו כן, ההאטה בצמיחה הכלכלית והעלייה ביוקר המחיה עשויים להעיב על הביקוש לשטחי מסחר חדשים ולהגדיל את רמת הסיכון בענף.

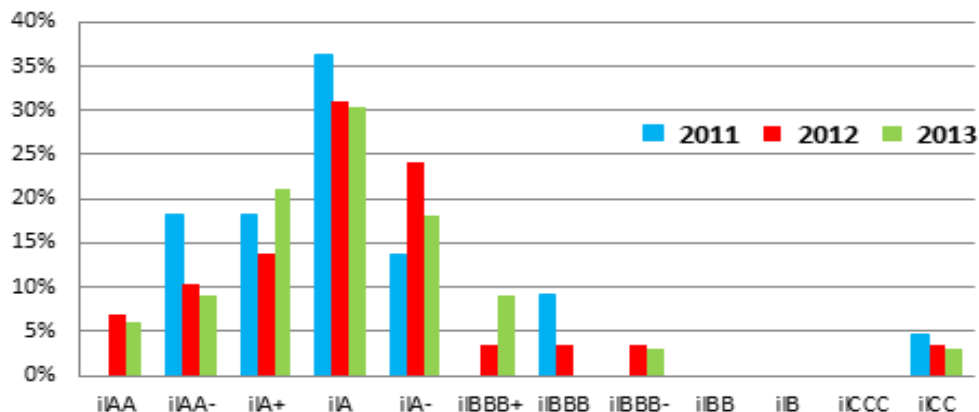
חברות נדל"ן רבות מתמקדות כיום במאמצים להקטין את רמת המינוף שלהן. חלק ניכר מההנפקות מגובות בביטחונות מכל הסוגים. אין ספק כי סביבת הריבית והמרווחים הנמוכים ברמה היסטורית עודדו חברות נדל"ן נוספות להצטרף למעגל החברות המנפיקות וכן הגבירו את השתתפותם של המשקיעים בהנפקות חוב של חברות ברמות דירוג נמוכות יותר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

בשנת 2013 ענף הנדל"ן בישראל בלט במשקלו הגבוה מסך הגיוס החוץ בנקאי. שיעור הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן מסך היקף ההנפקות עולה בהתמדה בשנים האחרונות והגיע בשנת 2013 לכ- 50%, לעומת 35% ב-2012 ורק 16% ב-2009. היקף הגיוסים הגבוה של סקטור הנדל"ן מושפע בעיקר מהעובדה שהסקטור מציג צרכי מיחזור גבוהים במיוחד, וכן מהעובדה שחלק מחברות הנדל"ן יכולות להציע בטחונות למשקיעים.

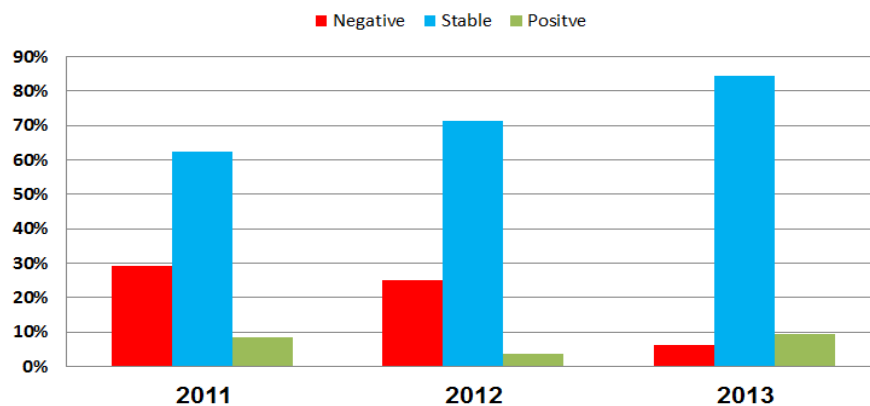
בהתייחס לרמת הנזילות של חברות הנדל"ן המניב, חלק ניכר מהחברות המדורגות על ידינו שומרות על נזילות "הולמת" לפי הגדרתנו (63% מהחברות). ליתר החברות נזילות "פחות מהולמת" או "חלשה", על פי הגדרתנו. לא חל שינוי מהותי בהתפלגות של רמות הנזילות בהשוואה לשנה הקודמת. במרבית המקרים, החברות שהוגדרו כבעלות רמת נזילות "הולמת" שמרו על רמת מקורות נאותה גם השנה, בין היתר באמצעות קווי אשראי מובטחים ו/או באמצעות מחזור חוב מבעוד מועד. החברות שבשנה הקודמת הוגדרו כבעלות רמת נזילות "פחות מהולמת" ממשיכות להסתמך על מימושי נכסים או מקורות חלופיים בעלי רמת ודאות נמוכה יחסית.

בהתייחס להתפלגות איכות האשראי של חברות הנדל"ן המניב, עולה כי כ- 70% מהחברות מדורגות בקבוצת ה- iIA (ראה גרף 1). מבחינת תחזית הדירוג עולה כי קיים שיפור בצפי לטווח הקצר: מעל לכ- 80% מהחברות תחזית דירוג "יציבה", בהשוואה לכ-70% בסוף 2012 (ראה גרף 2). עוד עולה מגרף 2 כי רק לכ-5% מהחברות המדורגות תחזית דירוג שלילית בסוף 2013, ירידה משמעותית בהשוואה לכ-25% אשתקד. השיפור נובע בעיקר כתוצאה ממאמצים שהשקיעו חלק מהחברות בהורדת המינוף הפיננסי במקביל לירידה בעלויות המימון כפי שתואר לעיל.

גרף 1: התפלגות הדירוגים בחברות הנדל"ן המניב



גרף 2: התפלגות תחזית הדירוג בחברות הנדל"ן המניב



חברות תקשורת

תמר שטיין, אנליסטית

המשך תחרות עזה בשוק יחד עם האטה כלכלית ושחיקה ברווחיות. אנו צופים השלכות מנוגדות של הרגולציה על עתידן של השחקנים בשוק.

התחרות האינטנסיבית המתמשכת במגזר התקשורת הוסיפה להיות גורם מכריע גם בשנת 2013. עם זאת, אנו עדים להתמתנות מסוימת ברמת התחרות אשר מובילה לשחיקה בהכנסות ובהיקף הניוד (נטו) בקצב מתון יותר, ביחס לשנת 2012. ראוי לציין כי על אף שנראה כי השוק מתחיל להתייצב, עדיין יתכנו שינויים מפתיעים לנוכח הדינמיות הרבה בשוק.

במהלך 2013, החברות החדשות הובילו את תחרות המחירים והשפיעו על היקף הניוד. כתוצאה, לקראת סוף השנה, הצליחה הוט להחזיר לעצמה כ- 90% מדמי הערבות שנתנה בתחילת דרכה ואילו גולן טלקום עושה דרכה בהתמדה לקראת החזר חלקי של הערבות. על מנת להתמודד עם רמת התחרות בשוק הסלולאר, פעלו החברות הוותיקות למציאת פתרונות לצמיחה בהכנסות ומניעת שחיקה ברווחיות התפעולית. במסגרת פעילות הם מיתגו את עצמן כחברות פרמיום בעלות מגוון מוצרים ושירותים, כדוגמת השקת מותג low cost סלולארי (פרטנר), מכירת מכשירים תחת מותג פרטי (פרטנר), מועדון לקוחות, כניסה לשירותים פיננסיים (פלאפון ופרטנר), פתרונות לשירותי ענן (פלאפון), חבילות תקשורת (סלקום) והקמה עתידית של שירותי טלויזיה רב- ערוצית (פרטנר וסלקום). גולת הכותרת הינה שיתוף הפעולה המתהווה בין כל הרשתות לשיתוף ברשת הדור הרביעי.

במבט קדימה, אנו מניחים כי התחרות בשוק הסלולאר תימשך, גם אם ברמה מתונה יותר, לפחות בטווח הקצר. להערכתנו, החברות יצמצמו את השקעותיהן למינימום ההכרחי כדי לשמר את רשתותיהן ואת מעמדן התחרותי. להערכתנו, הסכם שיתוף רשת הדור הרביעי (LTE), במידה ויאושר ע"י הרגולטור, יוביל לצמצום בהשקעות ההוניות של חברות הסלולאר. עם זאת, שיתוף הפעולה גם עלול להוביל לפגיעה ברמת התחרות. בטווח הארוך, אנו מעריכים כי התחרות בשוק תתייצב עם התקיימותן של 4 קבוצות תקשורת מרכזיות בשוק.

להערכתנו, תחום התקשורת הקווית עומד בפני שינויים משמעותיים המתבטאים בכניסת מתחרים, פריסת רשת חדשה, ירידת מחירים משמעותית וירידה צפויה ברווחיות, ככל שתצאנה לפועל הרפורמות המדוברות, לרבות רפורמת השוק הסיטונאי, מיזם הסיבים האופטיים ועוד. ככל שייפתח השוק הסיטונאי, יוכלו החבילות המשולבות (bundling) להפוך לכלי המשפיע על נתח השוק של החברות השונות בהינתן התנאים הסופיים להפעלתו. כניסה של בזק לתחום החבילות המשולבות תוכל לאפשר לה לשמר ואף להגדיל את נתח השוק שלה תוך השגת שיפור בביצועים התפעוליים.

נושא הדיבידנדים הוא נושא מהותי, כאשר לא ברור כמה זמן יאפשרו בעלי המניות הממונפים לחברות הסלולר להימנע מחלוקת דיבידנדים על מנת לחזק את הנזילות שלהן.

תחרות מתמשכת בשוק הובילה לשחיקה ברווחיות התפעולית ולירידה במכירות חנויות זהות של מרבית קמעונאות המזון.

התחרות הקשה בשוק קמעונאות המזון המשיכה גם בשנת 2013. פתיחת חנויות מואצת מקצב צמיחת השוק פוגעת במרבית השחקנים בשוק. על אף צמיחה נומינלית בהיקף המכירות של רשתות השיווק, הירידה במכירות בחנויות זהות מעידה על ירידה ריאלית במכירות בניכוי השפעות קצב ריבוי האוכלוסייה ועליית מחירים. רוב רשתות השיווק הציגו גידול ברווח הגולמי הנובע בעיקר מהעלאת מחירים במהלך השנה ומהקלה במלחמות המחירים. חלק מרשתות השיווק המדורגות על ידינו הציגו גידול מסוים ברווחיות התפעולית הנובע בעיקר מהתייעלות.

שנת 2013, בדומה לשנים האחרונות, מתאפיינת בגידול בנתח שוק של רשתות הדיסקאונט על חשבון של הרשתות המאורגנות. אולם, שנת 2013 מתאפיינת במגמה חדשה ההולכת וגדלה לפיה רשתות הדיסקאונט יוצאות מאזורי התעשייה ומתרחבות למרכזי הערים וזאת כתוצאה מריבוי בשטחי מסחר ומהיתרונות הנובעים מהמצאות רשתות מזון במרכזים מסחריים על תנועת הלקוחות.

כניסתה של קוסט 365 לשוק לא עמדה ביעדיה בשל כניסתה לאזורי תחרות אינטנסיבית והיעדר יתרון תחרותי. על כן, הרשת הייתה בעלת השפעה מינורית על מפת השוק בשנה שחלפה. אנו מניחים כי החברה תיאלץ לבצע שינויים אסטרטגיים מהותיים על מנת לשפר ביצועיה ולהשפיע על השוק.

אנו מעריכים כי התחרות תמשיך להוות את אחד מהמאפיינים העיקריים בשוק המזון בשנת 2014. הענף ימשיך להציג עלייה בנתחי השוק של הרשתות הקטנות על חשבון הקמעונאות המאורגנות והמכולות, וכן צפוי גידול בשימוש בערוצי הפצה אינטרנטיים. כמו כן, אנו מעריכים כי הקמעונאות המאורגנות יצטרכו לפעול להמשך פיתוח פעילויות משלימות, אשר יתמכו בפעילות הליבה שלהן, על מנת להתמודד עם ההשפעות השליליות של כניסת חנויות הדיסקאונט למרכזי הערים.

מיכל גור כגן- מנהלת תחום מוסדות פיננסיים

בשנת 2013 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 2013 ניכרה צמיחה מתונה בהיקף האשראי, כאשר הצמיחה נבעה 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, וזאת בתנאים מאתגרים של סביבת ריבית נמוכה אשר יוצרת לחץ על המרווח הפיננסי וכן בהתחשב בשחיקה במצבו הפיננסי של הענף העסקי בכלל, ושל חברות ההחזקה בפרט.

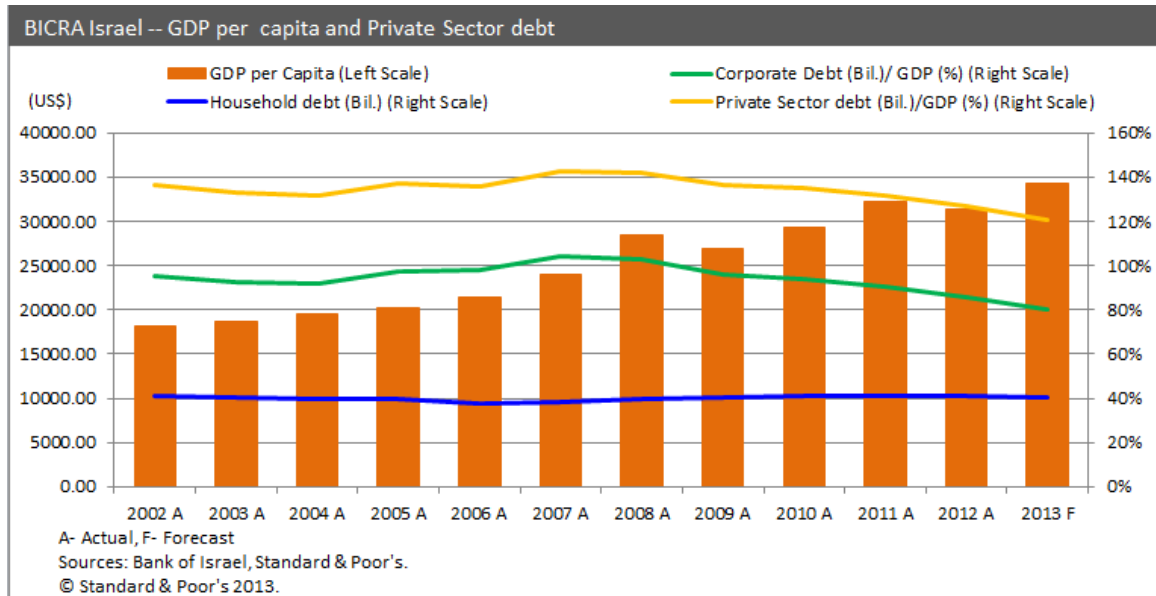
אנו מעריכים כי רווחיות המערכת הבנקאית תיוותר תחת לחץ בשנת 2014 (התשואה על ההון תוותר חד ספרתית או דו ספרתית נמוכה) בשל ההאטה הצפויה בכלכלה המקומית והמשכה של סביבת ריבית נמוכה. בנוסף, על רקע הצמיחה הגבוהה בהיקף המשכנתאות בשנים האחרונות, האטה מהותית יותר בכלכלה, אשר עלולה להוביל לגידול בשיעור האבטלה ושחיקה ביכולת החזר החוב של משקי הבית, תוכל ליצור לחץ שלילי נוסף על המערכת הבנקאית.

בהשוואה גלובאלית, חוסנם של הבנקים הישראליים הנו ממוצע. המערכת הבנקאית המקומית הנה מערכת בשלה בעלת כוחות תחרותיים יציבים יחסית ורמת פיקוח שהינה, להערכתנו, דומה למקובל במדינות המפותחות. עם זאת, הרווחיות ובסיסי ההון של הבנקים המקומיים הינם נמוכים בהשוואה גלובאלית (ביחס לפרופיל סיכון הנכסים שלהם), ועל כן יוצרים כרית דלה יחסית לספיגת הפסדים חריגים ו/או בלתי צפויים. הרווחיות הנמוכה נובעת, בין היתר, מהיעילות 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 המאתגרת, אשר מקשה על הבנקים להגדיל את הכנסותיהם, תוביל להמשך התמקדות של המערכת הבנקאית על צמצום הוצאות בתקופה הקרובה.

אנו מעריכים כי השינויים הרגולטוריים המתייחסים להגדלת דרישות ההון של הבנקים וירידה בריכוזיות הלווים יתמכו באיתנות הבנקים בטווח הארוך, בהתחשב בריכוזיות הלווים הגבוהה של הבנקים בישראל, בהשוואה גלובאלית, ויחס ההון הנמוך, על פי המודל הפנימי של S&P (5.5%-6% בממוצע). זאת בהנחה כי על אף הלחץ האפשרי על ההכנסות בטווח הקצר בגין שינויים אלו, הבנקים המקומיים לא יתפתו ליטול סיכונים גבוהים יותר, לצורך שיפור הרווחיות. המינוף הנמוך יחסית של משקי הבית בישראל ימשיך לתמוך בצמיחת הבנקים בעתיד הקרוב, זאת לצד צמיחה נמוכה של האשראי לסקטור העסקי. (ראה גרף 3).

התחזית עבור מרבית דירוגי הבנקים המקומיים הנה יציבה וזאת מכיוון שאנו מעריכים כי הדירוגים הקיימים לוקחים בחשבון את הסיכונים שפורטו לעיל. עם זאת, במידה ונהיה עדים להאטה חריפה יותר משצפינו בכלכלה המקומית, בין אם בשל הידרדרות המצב בשווקים הגלובאליים או בגין הידרדרות במצב הביטחוני-מדיני, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על דירוגי הבנקים המקומיים.

גרף 3: התפתחות נטל החוב של הסקטור הפרטי בישראל



ביטוח

מיכל גור כגן- מנהלת תחום מוסדות פיננסיים

בשנת 2013 נהנה ענף הביטוח המקומי מהמשך תהליך הורדת הריבית שהוביל לרווחי הון. עם זאת, סביבת ריבית נמוכה ממושכת מייצרת אתגרים ארוכי טווח עבור חברות הביטוח.

דירוגי חברות הביטוח הישראליות מושפעים בעיקר מפיזור עסקי רחב, כאשר רוב החברות הגדולות הינן 'רב תחומיות' ועוסקות בביטוח חיים, ביטוח כללי וביטוחי בריאות. כמו כן, מרכיב מהותי מהנכסים בתחום החיסכון ארוך הטווח אינו כולל סיכון ישיר (למעט סיכון תפעולי), ופרופיל ההשקעות של מרבית חברות הביטוח הנו שמרני יחסית. עם זאת, הדירוגים מוגבלים ע"י חשיפה מהותית לסיכונים שוק בשל הישענות גבוהה על רווחי השקעות, הלימות הון בינונית בהשוואה גלובלית, גמישות פיננסית מוגבלת בשל מבנה השליטה על ידי חברות החזקה ממונפות של חלק מהמבטחים, וסיכונים רגולציה.

החשיפה לסיכונים שוק בישראל מהותית בעינינו, שכן החברות מסתמכות במידה ניכרת על רווחי השקעות, תוך הצגת רווחיות חיתומית נמוכה, ואף שלילית, בחלק מענפי הפעילות. הסתמכות זו גורמת לתנדטיות ברווחי/הפסדי החברות, ובשל כך, לתנדטיות גבוהה ברמות ההון. להערכתנו, הלימות ההון הינה בינונית ביחס לרמת הסיכונים, הן בשל כריות הון צרות יחסית מעל דרישות ההון הרגולטוריות והן על פי מודל ההון מותאם סיכון הפנימי של Standard & Poor's.

שינויים רגולטוריים היוו גורם מרכזי שהשפיע רבות על הרווחיות ועל מבנה ענף הביטוח בשנים האחרונות, כאשר שינויים אלו נוגעים בעיקרם לענף ביטוחי החיים וכן לענף 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 בו נדרשו כלל החברות להגדיל את היקף עתודות החיים הקיימות בגין עדכון לוחות התמורה. בנוסף, חל איסור על המשך מכירת פוליסות אלו. ישנה עדיין אי וודאות ביחס להשפעה של שינויים אלו על עסקי ביטוחי החיים והחיסכון ארוך הטווח של החברות, זירת התחרות הקיימת ורווחיות הענף. אנו מעריכים כי הסטת עיקר החיסכון לפנסיה

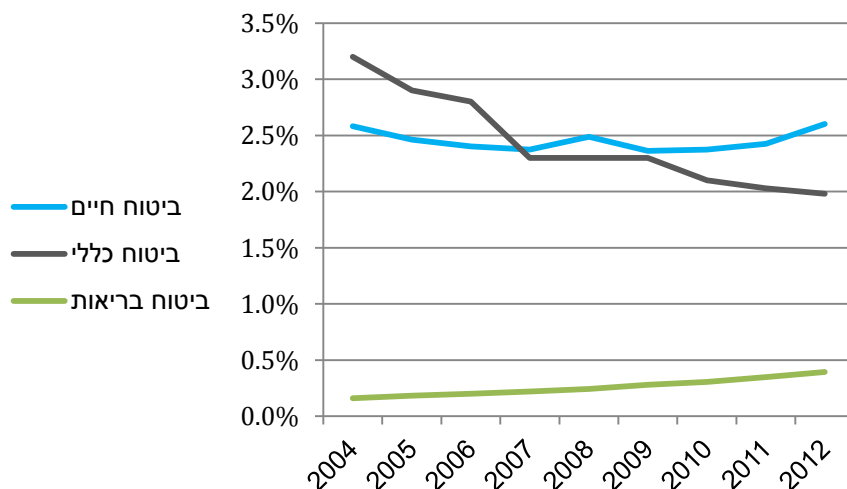
תוריד את רמת הרווחיות האבסולוטית אך לא בהכרח את רמת הרווחיות מותאמת סיכון. זאת בשל העדר החשיפה של המבטח לסיכונים ביטוחים ו/או השקעתיים (לרבות עקיפים בדמות דמי ניהול משתנים) בפנסיה, לעומת פוליסות ביטוח מנהלים. אנו מעריכים כי בטווח הארוך, מהלך זה יתמוך בחוסן של חברות הביטוח, בשל צמצום מהותי של החשיפה לסיכון התארכות תוחלת החיים שהנו אחד מהסיכונים המהותיים ביותר העומדים בפני חברות ביטוח חיים בעולם.

לחברות הביטוח המקומיות גמישות פיננסית מוגבלת, להערכתנו, כאשר מבנה השליטה, בחלק מהחברות המדורגות, הינו גורם מחליש לדירוגים. חברות הביטוח נשלטות בחלקן על ידי חברות החזקה ממונפות, כאשר עובדה זו מגבילה בעינינו את הנגישות למקורות מימון, כגון בנקים ושוק ההון המקומי, ומגבירה את הלחץ למשיכת דיבידנדים מחברות הביטוח. מסקנות וועדת הריכוזיות עתידות לטפל בעניין זה בטוח הקרוב. אנו נמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות במבנה השליטה של חברות הביטוח המקומיות והשלכותיהן על חוסנם הפיננסי, זאת במיוחד לנוכח האתגר הקיים, להערכתנו, לכניסתם של בעלים אסטרטגיים (כגון חברות ביטוח גלובליות) לשוק הביטוח המקומי.

להערכתנו, מנוע הצמיחה העיקרי של ענף הביטוח בישראל הינו ענף ביטוחי הבריאות. זאת לצד ענף אלמנטרי רווי והשפעת הרגולציה על ענף ביטוח החיים. (ראה גרף 4). ענף ביטוחי הבריאות מציג לאורך השנים האחרונות שיעורי צמיחה חדים הן בתחום הסיעודי והן בביטוחי הבריאות השונים. להערכתנו, שינויים רגולטוריים נוספים בענף הבריאות עשויים לשנות את מבנה הענף ורווחיותו בשנים הקרובות.

איננו רואים סבירות גבוהה לפעולות דירוג חיוביות בענף הביטוח המקומי בעתיד הנראה לעין. זאת בשל בסיס ההון המצומצם של החברות, בהשוואה גלובלית, המספק כרית מוגבלת לספיגת התנודתיות ברווחיות, החשיפה של הענף לשוק ההון והשפעות אפשריות של שינויים רגולטורים, ואי הודאות באשר לשינויי הבעלות בחלק מהחברות והשפעתם על הסביבה התחרותית וחוסן הפיננסי של החברות.

גרף 4: התפתחות שיעורי חדירה בענפי הביטוח בישראל (פרמיה/ לתוצר)



איתי רפל, מנהל תחום תשתיות ורשויות מקומיות

מאגר תמר החל בפעילותו והשפעת הגז הטבעי כבר ניכרת. עדיין נותרו הסוגיות של יצוא וגילוי ופיתוח של מאגרים נוספים.

כניסתו של מאגר תמר לפעילות סדירה הקלה את הלחץ התזרימי על חברת החשמל (ilAA-/Stable) ועשויה גם לאפשר, בטווח הבינוני, התמתנות במגמת העלייה במחירי החשמל. כמו כן, יצרני החשמל הפרטיים, הנשענים בראש ובראשונה על גז טבעי ליצור, מתחילים בפעילותם, בכפוף למגבלות האספקה של המאגר. גם המגזר התעשייתי צפוי ליהנות מירידת מחירי האנרגיה עקב המעבר לשימוש בגז טבעי.

נציין, כי גם הסוגיה של פיתוח מאגר "לוויתן" ונקודת גישה נוספת לחוף, נותרו פתוחות. השנה דובר על שיתוף פעולה אפשרי עם שכנותיה הקרובות של ישראל במכירת גז וגם על תגליות נוספות. ניכר כי הפיתוח של מאגר לוויתן ידרוש השקעות גדולות מאוד, לכל הפחות, בהיקף שנדרש לצורך הפיתוח של תמר. להערכתנו, שותפי לוויתן יפעלו לקידום מהיר של יצוא גז מהמאגר, וזאת על מנת ליהנות מחלון ההזדמנויות של מחירי הגז הגבוהים המשולמים על ידי רוכשים פוטנציאליים. חלון הזדמנויות זה צפוי ללכת ולהיסגר ככל שתגבר הפקת הגז הטבעי מפצלים בארה"ב, אוסטרליה ומדינות נוספות, לקראת סוף העשור. לפיכך, אנו צופים כי משק הגז ימשיך לרכז תשומת לב גם בשנת 2014 לאור המשך ההשקעות הצפויות בו והיקפן העצום.

במהלך 2014 אנו צופים כי יוחלט אם וכיצד לאשר ולפתח את השימוש במאגר ים תטיס המתכלה כרזרבה תפעולית עבור מאגר תמר. ההשפעה של מהלך זה היא להגדיל את היכולות של מאגר תמר לספק גז למשק ובכך הן להוזיל את עלויות יצור החשמל והן לעמוד במלוא הבקושים לגז טבעי בשנים הקרובות שאלמלא כן יתכן כי לא ימצאו מענה. כמו כן תדרש המדינה להחליט לגבי נקודת קליטה אפשרית לגז שיגיע ממאגר לוויתן. אם לא תעשה כן יתעכב פיתוח המאגר. עיכוב כזה עשוי להשפיע לשלילה על מועד תחילת פעילות מאגר לוויתן עד כדי פגיעה ביכולות של המאגר להתחרות ביצוא הגז.

ב- 2014 אולי נראה יצוא כמויות קטנות של גז טבעי לירדן ולמצרים. עם זאת יצוא משמעותי של גז טבעי אינו צפוי עד לסיום פיתוחו של מאגר לוויתן. גם תגליות ומאגרים נוספים, ככל שיתגלו ויפותחו לא צפויים להשפיע באופן מיידי לאור הזמן והעלות הנדרשת לפיתוחם.

חברות החזקה

יובל טורבטי, מנהל תחום דירוגי חברות Senior Industrial Analyst

שנת 2013 הייתה פחות דרמתית מקודמתה, כאשר מרבית חברות ההחזקה התמקדו במכירת נכסים על מנת לפרוע חלויות ולצמצם את עומס החוב לטווח הארוך. ממבט כללי על שנת 2013 עולה כי האירוע המרכזי ביותר היה כשל הפירעון הכללי (D) של חברת אי.די.בי פתוח ביוני 2013, וזאת בשל הוראת בית המשפט לעצור תשלומים לנושי החברה. בעוד שלא היו פעולות דירוג חיוביות בשנה שחלפה, ניתן לציין את דסק"ש כחברה שהצליחה לבלום את המגמה השלילית ולעבור לתחזית דירוג "יציבה". בין פעולות הדירוג השליליות הבולטות בשנת 2013 ניתן למנות את קרדן NV שסבלה עד לאחרונה מפרופיל נזילות ירוד במיוחד.

כתזכורת, חלק ניכר מחברות ההחזקה הישראליות גייסו סכומים נכבדים באגרות חוב ובהלוואות בנקאיות במהלך העשור האחרון, ובעיקר בין השנים 2003 עד 2008. שירות תשלומי הריבית הכבדים של החובות הנ"ל ומאמצי המיחזור היו אתגרים קשים במיוחד במהלך השנתיים האחרונות. בנוסף, הבשלתם של מהלכים רגולטורים לעידוד התחרות בענפים מסוימים והתעוררות צרכנית על בסיס הדי המחאה החברתית של קיץ 2011, פגעו בשווי ובביצועים התפעוליים של חלק ניכר מהנכסים המוחזקים. מגמה זו הייתה חזקה במיוחד בשנת 2012, וכתוצאה מכך, נשחקו תזרימי הדיבידנדים המתקבלים ברמת חברות ההחזקה, מה שהוביל לעלייה ניכרת במינוף ופגיעה ברמת הנזילות. ההתפתחויות הנ"ל המשיכו להשפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי של חלק גדול מחברות ההחזקה המדורגות, גם בשנת 2013. בלית ברירה, החלו מרבית חברות ההחזקה המדורגות במסעות למימוש נכסים, לרבות נכסים שנחשבו עד לא מכבר כנכסי ליבה. העלייה התלולה בסיכון הפיננסי והשחיקה בפרופיל העסקי כתוצאה ממימושים מהותיים הובילו לסדרה ארוכה של הורדות דירוג אשראי, בעיקר בשנת 2012, לרבות שני מקרים של כשל פירעון; בחברת אי די בי אחזקות ובחברת קרדן NV.

בניגוד לחברות תפעוליות, שבדרך כלל נוטלות חוב על מנת לרכוש אמצעי ייצור ולממן צרכי הון חוזר, חברות החזקה מגייסות חוב על מנת לממן השקעות במניות של חברות אחרות. כתוצאה, חברת ההחזקה חשופה לתנודתיות הגלומה במחירים של נכסיה הסחירים, בעוד ששווי הנכסים הפרטיים מושפע ישירות מהאקלים השורר בשוק המיזוגים והרכישות. אנו מסתכלים על השקעות בהון כהשקעות מסוכנות יחסית, שכן חדלות פירעון של הנכס המוחזק יוביל בדרך כלל לאובדן מוחלט של ההשקעה.

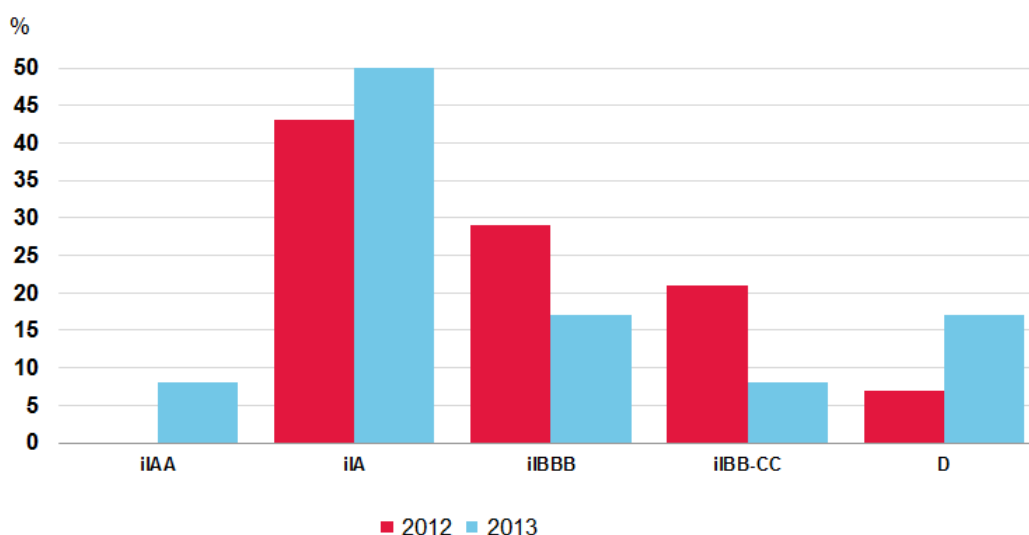
הירידה בערכם של נכסים תפעוליים רבים במהלך 2012 התקזזה בחלקה בשנת 2013, בהם מדד ת"א-25 עלה בכ-12% (נכון ל-15 לדצמבר 2013). עליית שווי הנכסים יחד עם מגמת המימושים הובילה לירידה מסוימת ברמת המינוף של מרבית חברות ההחזקה, אם כי זו נוטרה גבוהה מאד בהשוואה לקבוצת הייחוס הגלובלית. תשואות האג"ח ירדו במהלך שנת 2013 (מדד תל בונד 40 עלה בכ-8% נכון ל-15 לדצמבר 2013), התפתחות שעזרה לחברת דיסקונט השקעות, לדוגמא, לשוב לשוק ההון ולהנפיק אגרות חוב ואופציות לאג"ח. בין המנפיקות הבולטות האחרות בסקטור האחזקות בשנת 2013 ניתן לציין את החברות יואל וכלל תעשיות.

עד שנת 2007, רמות המינוף שאפיינו את חברות ההחזקה נעו בממוצע סביב כ-35%. מאז חלה עלייה הדרגתית ומתמשכת ברמות המינוף, שנבלמה ב-2013 עקב מימוש נכסים ועליה בשוויים של תיקי השקעות. עם זאת, מרבית חברות ההחזקה המדורגות בישראל כיום ממשיכות להציג רמות מינוף של 55% ומעלה. ניתן לציין את החברה לישראל

כיוצאת דופן, עם שיעור מינוף של כ-25%. לשם השוואה, למרות העובדה שחלה הרעה מסוימת גם ברמות המינוף של חברות ההחזקה האירופיות, הן אופיינו בעברם בשמרנות, ולכן עדיין מציגות רמות מינוף של כ-30% בממוצע.

במבט קדימה לשנת 2014, אנו צופים המשך של מגמת המימושים, בדומה לשנת 2013, שכן מיחזור חובות עדיין הנה משימה מאתגרת לחלק ניכר מחברות ההחזקה, עקב המינוף הגבוה שלהן. כתוצאה מכך, תיקי ההשקעות של מרבית חברות ההחזקה צפויים להצטמק למספר מצומצם של נכסי ליבה שבדרך כלל יהיו מוחזקים בשליטה. בנוסף, אנו מעריכים שמכירת הנכסים תמשך לגרום לירידה ברמות המינוף של מרבית חברות ההחזקה המדורגות, אם כי אלו צפויות להיוותר ברמה יחסית גבוהה.

גרף 5: התפלגות הדירוגים בחברות ההחזקה



דשנים וכימיקלים

מתן בינימין, מנהל תחום תעשייה ואנרגיה

שנת 2013 הייתה דרמטית, הן מבחינת ההתפתחויות בשוק הכימיקלים והדשנים והן מבחינת ההשלכות על הדירוגים של החברות המדורגות בתחום.

ענף האשלג עבר שינוי מהותי בחודשים האחרונים, שעיקרו מעבר של חלק מהחברות בענף לאסטרטגיה הדוגלת בהגדלת נתח שוק על חשבון פגיעה במחיר. במשך תקופה ארוכה, התאפיין ענף הדשנים בריכוזיות גבוהה, כאשר העובדה שמרבית היצרנים שיווקו באמצעות שני תאגידי הסחר, BPC ו-Canpotex, תרמה להערכתנו, לאיזון ביחס בין ההיצע לביקוש ולשמירה על רמת מחירים המיטיבה עם מרבית יצרני האשלג. בעוד שכבר במחצית הראשונה של שנת 2013 החלה בשוק האשלג מגמה של ירידת מחירים, השינוי המהותי במבנה הענף אירע בעקבות הודעתה של חברת Uralkali OJSC, ביולי 2013, כי בכוונתה להפסיק למכור אשלג באמצעות חברת השיווק Belarusian Potash Company (BPC). במקום זאת, Uralkali הודיע שהיא מתעדת לבצע את המכירות באמצעות זרוע השיווק הישיר שלה. בעקבות הודעתה של Uralkali, הדירוג של מספר חברות בענף הוכנס על ידינו לרשימת מעקב עם השלכות שליליות, בהן הדירוגים של Uralkali, K+S וכו'.

Uralkali הרוסית הינה אחת מהחברות הגדולות בתחום האשלג בעולם. במחצית הראשונה של שנת 2013 חלה ירידה של כ-20% בהיקף כמות האשלג המיוצא על ידי Uralkali בעוד שחברות אחרות בענף שמרו או הגדילו את נתח השוק שלהן. בהודעתה, ציינה Uralkali כי בכוונתה להגדיל את היקף האשלג הנמכר על ידיה במטרה לשמור על מעמדה בענף. נציין כי מאז ההודעה, ישמה Uralkali את החלטתה, ובחודשים האחרונים, הכמויות הנמכרות על ידיה משקפות ניצולת קרוב למלאה של מתקני הייצור. בעקבות השינויים האמורים חלה ירידה חדה של כ-25% במחירי האשלג בענף כולו.

השינוי בדינמיקה בשוק האשלג התרחש על רקע חולשה בביקוש לאשלג במהלך שנת 2012 ובשנת 2013, בין היתר, כתוצאה מירידה בביקוש בשווקים מתפתחים ובעיקר בהודו שהינה אחת מיבואניות האשלג הגדולות בעולם. למרות שרמת חוסר הוודאות נותרה גבוהה, אנו מעריכים שבשנת 2014 תחול התאוששות בביקוש העולמי לאשלג לאור הצורך של החקלאים לפצות על רמת דישון נמוכה יחסית בשנים האחרונות ועל רקע ירידה ברמת המלאים.

בעקבות השינויים המתוארים לעיל וחוסר הוודאות השורר בענף והשלכותיו על התוצאות התפעוליות של כיל, S&P מעלות אשררה את הדירוג של כיל בדצמבר 2013 ועדכנה את תחזית הדירוג לשלילית.

מימון מובנה

עמרי שטרן, מנהל תחום מימון מובנה

רגולציה, נדל"ן מניב ותחום האנרגיה מייצרים הזדמנויות חדשות.

השינויים הרגולטורים שהחלו כבר בשנת 2012, המתייחסים להגדלת דרישות ההון של הבנקים, צפויים להערכתנו להיות גורם מניע בהגדלת היקפי הפעילות בעסקאות מובנות בתקופה הקרובה. זאת במקביל להבדלים המשמעותיים בין המרווחים על אג"ח בדירוגים בינוניים וגבוהים, נתון אשר צפוי להגביר את הביקוש לעסקאות מובנות. הסדרת חוק האיגוח במהלך השנה הבאה, עשויה אף היא לתרום להתפתחות התחום בשנת 2014, במידה והחוק אכן יוסדר בתקופה הקרובה. אנו מעריכים שאיגוחי התחייבויות (CDO) בעיקר מסוג ה- *repack* ימשיכו להוות את עיקר השוק המובנה בארץ, כפי שהיה בשנים האחרונות. אנו מזוהים ביקוש יציב למוצרים מסוג זה גם כיום, על אף הריביות הנמוכות אשר מקשות על התחרות בתחום מוצרי הג'מבו.

בשנה האחרונה היינו עדים להתעניינות הולכת וגוברת בתחומי איגוח נכסים ורכבים (ABS) ואיגוח נכסי נדל"ן (CMBS), הן מצד המנפיקים והן מצד המשקיעים, בניסיון לגוון את מקורות המימון וההשקעה. עם זאת, חלק ניכר מן העסקאות טרם הבשילו בשל בעיות מיסוי. 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 תיקי לקוחות גדולים עשויות לפנות למוצרי המימון המובנה בבואן לחפש מקורות מימון זולים יותר.

להערכתנו, תחום חיפושי הגז והנפט צופן בחובו מקור נוסף להזדמנויות להרחבת תחום המימון המובנה. אנו צופים גידול אפשרי כבר בטווח הקצר-בינוני לאור שאיפתן של החברות למנף את היקפי הייצור העתידיים באופן מדי, עוד לפני שהשדות יגיעו לפעילות מלאה. בשלב זה, אנו בוחנים את העסקאות הללו תחת המתודולוגיה של תחום הפרויקטים. יחד עם זאת, לאחר שהשדות יעברו לתפקוד מלא, קיימת יכולת לבצע מימון מחדש של התזרימים הצפויים תחת המתודולוגיה של תחום המימון המובנה.

נציין כי התפתחות אפשרית בתחום המימון המובנה כבר בתקופה הקרובה תלויה רבות, להערכתנו, בקידום המסגרת המיסויית שתאפשר עסקאות איגוח יעילות גם טרם העברת חוק האיגוח. אנו מקווים שרשות ניירות ערך, בנק ישראל, רשות המיסים ומשרד המשפטים, אשר פועלים היום במקביל לקידום חוק האיגוח, יעשו זאת בהקדם האפשרי תוך מתן פתרון לעיית המיסוי כבר בטווח הזמן הקצר, בכדי לאפשר קיום שוק מימון מובנה בריא בישראל.

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.