

סקירה ענפית נדל"ן מניב בישראל

דצמבר 2015

אנשי קשר:

עופר עמיר, 972-3-7539715, ofer.amir@standardandpoors.com

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, hila.perelmuter@standardandpoors.com

תוכן עניינים

מבוא

אינדיקטורים מאקרו כלכליים

הפרופיל העסקי

מגזר מרכזי המסחר

מגזר המשרדים

הפרופיל הפיננסי

סיכום

סקירה ענפית נדל"ן מניב בישראל

חברות הנדל"ן המדורגות עלולות להתקשות בהעלאת דמי השכירות, אך בזכות סביבת הריבית הנמוכה הן צפויות לשמור על יחסי כיסוי יציבים בטווח הקרוב

הסביבה העסקית של חברות הנדל"ן המניב הופכת למאתגרת יותר לאור התמתנות הצריכה הפרטית, האינפלציה הנמוכה והתגברות התחרות. על כל זה נוספה לאחרונה ההתדרדרות במצב הביטחוני, שעלולה להביא להאטה כלכלית אם תחריף. בטווח הקרוב אנו צופים כי החברות המדורגות יתקשו להעלות את דמי השכירות, אך ישמרו על היציבות התפעולית של הנכסים המובילים וימשיכו ביזום של נכסים חדשים או הרחבת נכסים קיימים על אף התחרות הגוברת ונתוני המאקרו הפחות מעודדים.

יחסי הכיסוי של החברות בלטו לטובה ברבעונים האחרונים הודות לאינפלציה האפסית, ולדעתנו הם צפויים להישמר בטווח היעד לדירוג הודות לסביבת הריבית הנוחה. שיעורי ההיוון שמרו על יציבות ויתכן שמגלמים בתוכם כבר את האפשרות לשינוי בתנאי המאקרו. מנגד, ירידה בדמי השכירות בשל אינפלציה שלילית או היחלשות הפעילות עלולה להשפיע על שווי הנכסים בטווח הקרוב, אם כי בשלב זה איננו צופים ירידה משמעותית שתשפיע לשלילה על הדירוגים.

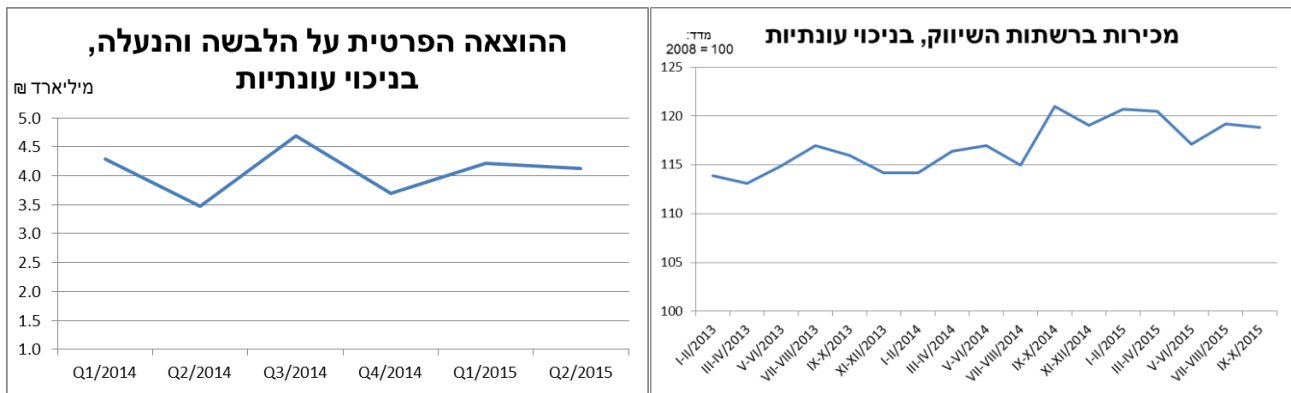
אינדיקטורים מאקרו-כלכליים

ברבעון השלישי צמח התוצר ב-2.5% (בחישוב שנתי מנוכה עונתיות), לאחר שברבעון השני צמח ב-0.2% בלבד וברבעון הראשון ב-0.2%.

בבחינת הפרמטרים העיקריים להערכת מגזר מרכזי המסחר ניתן לראות כי מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר ירד ב-0.4% לעומת חודש ספטמבר ובסך הכל נרשם מדד שלילי של 0.9% על פני 12 החודשים האחרונים. בתחום ההלבשה וההנעלה חלה עליה של 3% לאר שבאוקטובר נרשמה ירידה של 2% (בניכוי עונתיות). על פי הערכות בנק ישראל, האינפלציה צפויה להיות נמוכה גם בשנת 2016.

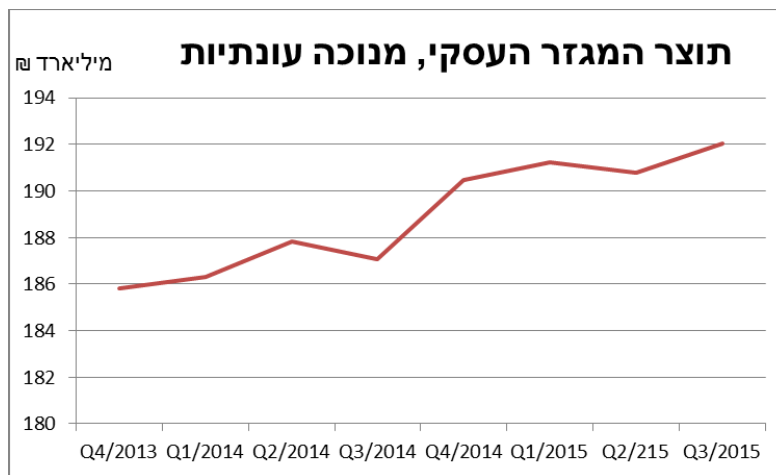
פרמטרים נוספים לחודשים אוגוסט-אוקטובר בהשוואה לחודשים מאי-יולי מצביעים על מגמות סותרות:

- סך הרכישות בכרטיסי אשראי עלה ב-3.7% בחישוב שנתי.
- מדד המכירות ברשתות השיווק עלה ב-1.1% לאחר שברבעון הקודם ירד ב-3.3%.
- ברשתות המזון ממשיכות הירידות בפדיונות.
- ההוצאה לצריכה הפרטית ברבעון השלישי עלתה ב-2.4% בלבד (בחישוב שנתי); אך ההוצאה לנפש ברבעון השלישי עלתה ב-0.3% בלבד, לאחר ירידה של 0.3% ברבעון השני ועלייה של 3.7% ברבעון הראשון.



(* מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה)

בבחינת פרמטרים המשמשים אותנו להערכת מגזר המשרדים, ניתן לראות האטה מסוימת לצד פרמטרים המעידים על איתנותו של המשק. בעוד שהתוצר העסקי ברבעון השלישי עלה ב-2.7% לאחר ירידה של 1% ברבעון השני (בחישוב שנתי מנוכה עונתיות), מספר המועסקים והשכר הנומינלי עלו ושיעור הבלתי מועסקים נותר ללא שינוי בחודשים האחרונים, 5.3%.



(* מקור: הלשכה מרכזית לסטטיסטיקה)

הפרופיל העסקי

מגזר מרכזי המסחר

כפי שצפינו בסקירותינו הקודמות, החברות המדורגות המובילות המשיכו להציג ביצועים תפעוליים יציבים, בעיקר הודות למיקום הנכסים. במרכזי מסחר מובילים, אנו ממשכים לראות עלייה בפדיונות ושמירה על שיעורי תפוסה גבוהים. עם זאת, עיקר הגידול ב-NOI (net operating income) של החברות נבע מפתחה או רכישה של נכסים חדשים או מהרחבה של נכסים קיימים, בעוד שהעלייה הראלית בדמי השכירות הייתה מתונה בלבד, אם בכלל.

באזורים בהם התפתחה רמת תחרות גבוהה הנובעת בעיקר מעודף היצע, החברות ממשיכות להתמודד עם אתגרים כגון ירידה בשיעורי התפוסה, התארכות הזמנים לאיכלוס נכס ולחצים על רמות השכירות. בבאר שבע והקריות אנו ממשכים לראות התגברות המגמה של הנחות בדמי שכירות, השקעות של החברות בנכסים, עדכון תכניות השקעות ואף שערוכים שליליים של הנכסים. דוגמאות לכך ניתן לראות בשינוי תוכנית ההשקעה בישפרו פלאנט בבאר שבע תוך שימת דגש על מתחם פנאי ובילוי. עזריאלי ומליסרון הפחיתו את שווי הקניונים שבבעלותן בבאר שבע בכ-20% ו-6.5% בהתאמה בסוף שנת 2014, כדי לשקף דמי שכירות עתידיים נמוכים יותר משצפו מלכתחילה.

בשאר האזורים או רואים כי החברות ממשיכות להשקיע בשנים האחרונות בנכסים הקיימים באמצעות הרחבות ושיפוצים, בין היתר כמענה לביקושים אך גם כתוצאה של תחרות. למשל, הוספת הקומה השנייה בקניון איילון, קומה נוספת בקניון אבנת, שיפוץ קניון השרון וקניון בת-ים. עם זאת, למרות האטה בקצב הצמיחה במשק והערכות של עודף היצע של שטחי מסחר, נראה כי תנופת ההשקעות והקמת נכסים חדשים ממשיכה: במהלך 2015 נפתח קניון רמלה ומרכזי מסחר פתוחים בירכא, באשדוד ובצ'ק פוסט. כמו כן בבניה ובתכנון ניתן למצוא את קניון עזריאלי בראשל"צ, ביג גלילות וישפרו פלאנט בבאר שבע.

איננו צופים שינוי בהערכת הפרופיל העסקי של החברות המדורגות בטווח הקרוב, ומעריכים כי ירידות קלות בצריכה הפרטית וב-NOI של החברות, אם יהיו כאלה, אינן צפויות ליצור לחץ על הדירוגים. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי תחול האטה בפדיונות לאור הנתונים היחסית חלשים שהציגו חלק מחברות האופנה בדוחות הרבעון השלישי, וכי לבעלי הנכסים תהיה יכולת מוגבלת להגדיל את עומס דמי השכירות על השוכרים. אנו צופים כי מגמה זו תורגש בעיקר בקניונים ובמרכזי מסחר בעלי מאפיינים חלשים או במיקומים מוטי תחרות, שם גם ייתכן שנראה ירידה בשיעורי התפוסה בעקבות סגירת סניפים ורשתות. לעומתם, בקניונים המובילים אנו צופים כי שיעורי התפוסה יהיו יציבים יחסית בהתבסס על רשימות ההמתנה לנכסים אלו.

חברות עם יכולת ניהול נכסים, מיקומים מרכזיים ומותג חזק ימשיכו ליהנות מיתרונות תחרותיים גם בסביבה מאתגרת יותר, אם כי עיקר הצמיחה שלהן תבוא מכיוון נכסים חדשים והרחבת נכסים קיימים ופחות מגידול ב-NOI מנכסים זהים.

מגזר המשרדים

במגזר המשרדים, החברות המדורגות המשיכו להציג שיעורי תפוסה יציבים, אך מנגד ניכרת תחילת מגמה של שחיקה ב-NOI מנכסים זהים בחלק ניכר מהנכסים. ברוב המקרים, הירידה ב-NOI מנכסים זהים נבעה מעזיבת שוכר עיקרי. גם בחברות אשר הציגו עלייה ב-NOI, זו הייתה מתונה יחסית גם ביחס לתקופה המקבילה אשתקד וגם ביחס לרבעון הקודם, בין היתר בשל השפעת המדד הנמוך.

אנו מעריכים כי גוברים הסיכויים לירידה בדמי השכירות בשנים 2016-2017, עם כניסתם לשוק של שטחי משרדים חדשים הנמצאים כיום בבנייה, בעיקר בתל אביב והמרכז, אולם נכון להיום אנו עדים דווקא לביקוש לשטחי משרדים איכותיים פנויים בתל אביב והמרכז. אנו גם רואים הבעת אמון מצד החברות המובילות בכניסתן לפרויקטים חדשים באזור, דוגמת מגה-פרויקט של מליסרון ואפריקה נכסים בדרום הקריה ובניין המשרדים החדש של עזריאלי.

נקודה חשובה היא השפעת עבודות הרכבת הקלה על שווי בנייני המשרדים שעל התוואי. החברות עם החשיפה הגבוהה ביותר הן לוינשטיין נכסים (מגדל דיסקונט ובית לוינשטיין), אמות השקעות וקבוצת עזריאלי. גם ריט 1 ונצבא מחזיקות בנכסים הקרובים לתוואי, אולם מדובר בשיעור זניח מהכנסותיהן.

בשלב זה מוקדם להעריך את מידת ההשפעה של העבודות על עזיבת שוכרים ועל ה-NOI, וכפועל יוצא על שווי הנכסים בטווח הקרוב. להערכתנו, רק במקרה של פגיעה משמעותית מאוד, של מעל 25%-30%, בשווי הנכסים, בין אם בעקבות עלייה בשיעורי ההיוון או בגלל ירידה ב-NOI, עלול להיווצר לחץ שלילי על דירוג החברות. בשלב זה איננו צופים ירידה קיצונית בדמי השכירות, ואנו מעריכים כי שיעורי ההיוון כבר מגלמים סיכונים גבוהים ולכן לא נראה עלייה משמעותית בהם. בבחינת יחס החוב לחוב והון עצמי, חלק מהחברות שומרות על מרווח הולם בין היחס בפועל לבין היחס שנקבע כיעד לדירוג, ולחלק אחר תיק נכסים מפוזר וגדול דיו על מנת לספוג פגיעה בשווי הנכסים. במקרה של לוינשטיין נכסים, תמהיל השוכרים הנוכחי מקטין, להערכתנו, את הסיכוי לעזיבה מסיבית של שוכרים, שכן שטחים משמעותיים מושכרים לבנקים שגם מחזיקים שטחים בבעלותם בבניינים אלו ובבניינים נוספים באזור, ולהערכתנו לא ימירו לעזוב.

הפרופיל הפיננסי

בקרב החברות שסביבת פעילותן העיקרית היא בישראל, אנו מזהים בשנתיים האחרונות ירידה במינוף ושיפור במבנה החוב כחלק ממדיניות אקטיבית של ההנהלות. כמו כן ניכר שיפור ביחסי הכיסוי הנובע, בין היתר, מירידה של עלויות המימון, כפועל יוצא של מיחזורי חוב בתנאי ריבית נוחים.

סביבת הריבית: לדעתנו בתקופה הקרובה תישמר הריבית הנמוכה ותאפשר לחברות להמשיך ולמחזר הלוואות בתנאי מימון נוחים, דבר שישפיע לחיוב על יחס כיסוי הריבית, שהינו פרמטר מרכזי בבחינת חברות נדל"ן מניב. להערכתנו, שינוי בריבית, ככל שיהיה, לא יביא לשינוי מהותי בשיעורי ההיוון של החברות ולשינוי משמעותי בשווי הנכסים, כשם שהיה עד כה בהורדות הריבית האחרונות, ויתכן ששיעורי ההיוון כבר מגלמים בתוכם את האפשרות לשינוי בתנאי המאקרו.

שיעור האינפלציה: האינפלציה הנמוכה השפיעה בשנה האחרונה לחיוב על יחס כיסוי הריבית שבלט לטובה במרבית חברות הנדל"ן המדורגות, בעיקר אלו בעלות חוב אבסולוטי גדול שרובו צמוד מדד. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים המשך סביבת אינפלציה נמוכה בשנה הקרובה. אך גם בהינתן עלייה קלה של האינפלציה או ירידה מתונה ב-NOI איננו צופים לחץ שלילי על הדירוגים מאחר וקיים מרווח הולם בין יחס הכיסוי הצפוי בטווח הקרוב ליחסי המטרה שהגדרנו למרבית חברות הנדל"ן הפועלות בישראל.

נקודה נוספת בהקשר זה נוגעת לשערוכי נכסים: האינפלציה הנמוכה עלולה להביא לירידה ב-NOI ובשווי הנכסים. אנו מעריכים כי נראה השפעה זו בעיקר בנכסים שבהם קשה לחברות להגדיל ערך באמצעות שיפור ריאלי ב-NOI שיקזז את השפעת האינפלציה השלילית על דמי השכירות.

מיסים נדחים: עם ירידת מס החברות ב-1.5% צפויות חברות הנדל"ן להקטין את המיסים הנדחים שלהן על חשבון הגדלת ההון העצמי, ובכך לשפר את יחס המינוף. עיקר ההשפעה צפויה לחברות הגדולות שרשמו לאורך השנים שערוכים רבים כתוצאה מהשבחת נכסים, בעיקר עזריאלי (כ-160 מיליון ₪) ומליסרון (כ-100 מיליון ₪).

סיכום

תחזית הדירוג של מרבית חברות הנדל"ן שעיקר פעילותן מתרכזת בישראל ממשיכה להיות יציבה, והן ממשיכות לשמור על פרופיל פיננסי יציב התומך בדירוגים. למרות אינדיקטורים חלשים וסימני האטה לצמיחת המשק, אנו מעריכים כי בסך הכל, חברות הנדל"ן המדורגות הפועלות ברמות מינוף סבירות, חברות ששיפרו את מבנה החוב והמח"מ שלהן וחברות בעלות יכולת השבחה של נכסים, יוכלו לספוג ירידות מתונות בשווי הנכסים או ב-NOI מבלי שהדבר יפגע בדירוג שלהן.

יחד עם זאת, התדרדרות משמעותית במצב הגיאופוליטי בישראל לאורך זמן עשויה להשפיע לרעה על הצריכה הפרטית ועל הסקטור העסקי, להוביל לירידה בשיעורי התפוסה וברמות השכירות ולהפעיל לחץ שלילי על הדירוגים.

גם שילוב של עלייה באינפלציה וירידה ראלית ב-NOI עלול להביא לירידה יותר משמעותית ביחסי כיסוי הריבית. נכון להיום, לדעתנו, עדיין קיים מרווח מספק של היחסים מיחס המטרה על מנת להמשיך ולשמור על יציבות הדירוגים.

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's ("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.