



**STANDARD & POOR'S
MAALOT**

McGRAW HILL FINANCIAL

גיוסי חוב של חברות נדל"ן

יוני 2014
מגמות אשראי

גיוסי חוב של חברות נדל"ן

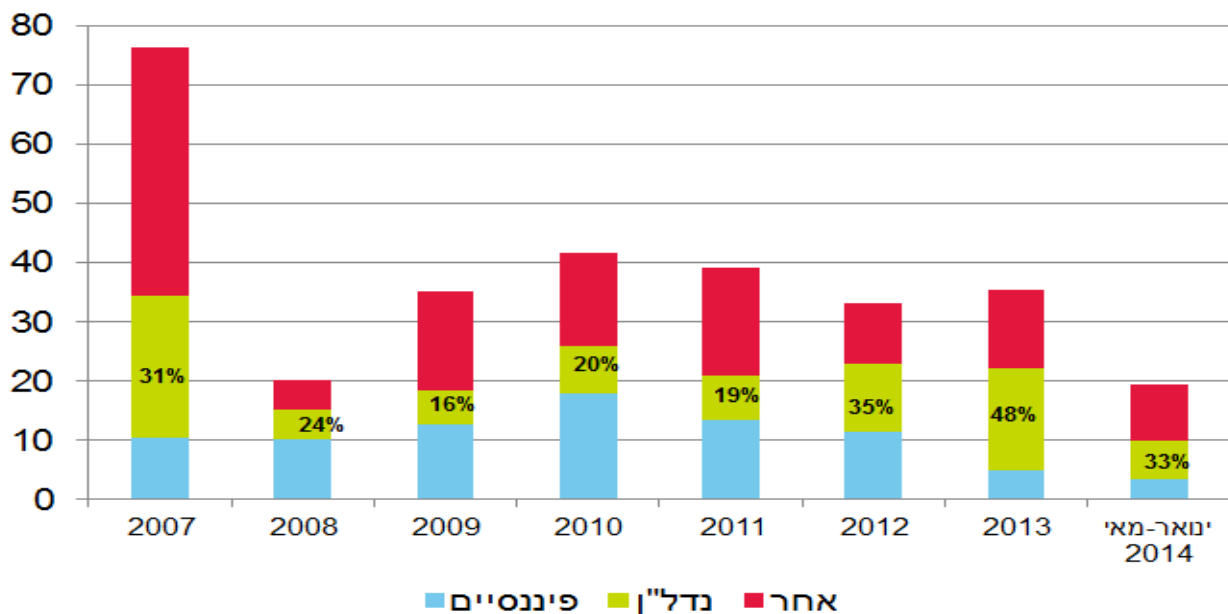
היקפי הגיוס

ענף הנדל"ן בישראל בולט במשקלו הגבוה בבורסה המקומית, במערכת הבנקאית ובסך הגיוס החוץ בנקאי. היקף האג"ח שהונפק על ידי חברות נדל"ן בבורסה בתל אביב מהווה כ- 30% מסך שוק האג"ח, וזאת בשונה ממשקלו הנמוך יחסית של ענף זה בשווקי ההון הגלובאליים. בשוק האג"ח הישראלי, שיעור הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן מסך היקף ההנפקות עולה מאז 2008 וב- 2013 הגיע לכ- 48%, לעומת 35% ב- 2012 ורק 16% ב- 2009. מבחינת סכומי הגיוס, ב- 2013 גויס על ידי חברות הנדל"ן אג"ח בסך של כ- 17 מיליארד ₪, כאשר הסכום עדיין נמוך מהיקף הנפקות הנדל"ן בשנת השיא, טרום המשבר, 2007, בה גייסו חברות נדל"ן מתחומי פעילות שונים כ- 24 מיליארד ש"ח. כזכור, חלק מההנפקות של 2007 בוצעו על ידי חברות ממונפות, רובן לא מדורגות, שבעקבות המשבר הגיעו לסוף דרכן הכלכלית ולתהליך של הסדר חוב.

מתחילת 2014 היקף הגיוס של סקטור הנדל"ן הסתכם בכ- 6.5 מיליארדי ש"ח, כשליש מההיקף הכספי של ההנפקות השנה, כאשר בתקופה זו, לצד המשך הפעילות הערה של הנפקות חברות הנדל"ן, בוצעו גם מספר הנפקות בסכומים משמעותיים של חברות מתחומי פעילות אחרים, כדוגמת "דלק-אבנר" ו"בי-קום". (ראה גרף 1). במונחים של מספר הנפקות, מתחילת השנה, סקטור הנדל"ן המשיך להיות הסקטור הדומיננטי ומעל למחצית ממספר המנפיקים היו חברות נדל"ן.

עודף הנזילות בשוק והעדר אלטרנטיביות השקעה לצד הריבית ומרווחי הסיכון הנמוכים, ממשיכים להניע את השוק ומעודדים את החברות, ובכלל זה את חברות הנדל"ן, להנפיק אג"ח. לאור המרווחים הנמוכים השוררים בשוק בשנה האחרונה, החברות ממשיכות לנצל את תנאי השוק והריבית הנמוכה, בעיקר לשם מיחזור חוב והחלפת מימון יקר במימון זול יותר.

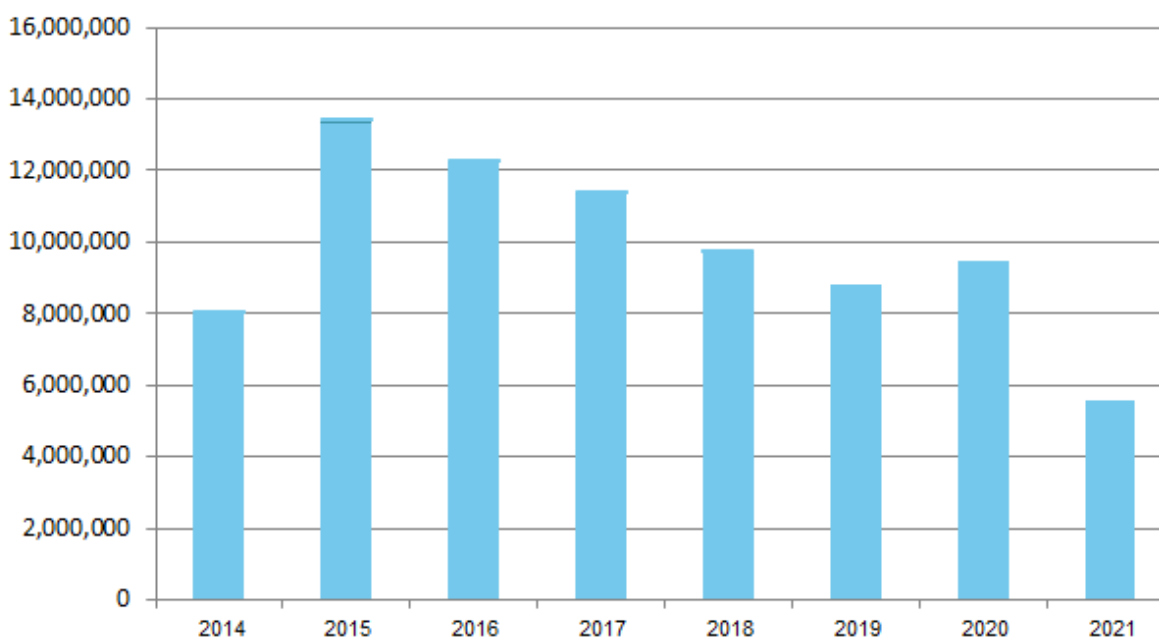
גרף מספר 1: התפלגות היקף הנפקות אג"ח קונצרני בשנים 2007-2014 (במיליארדי ₪)



מבחינת החברות המדורגות על ידינו, אנו רואים שיפור בפרופיל הנזילות של חברות נדל"ן רבות, עקב נגישות מוגברת למקורות מימון בעלות נמוכה ככלל, ולשוק האג"ח בפרט. גיוס החוב החדש בריביות נמוכות ובמשך חיים ממוצע ארוך יחסית, מסייע לחברות בהורדת עלויות המימון והקטנת עומס חלויות החוב בשנים הבאות, התפתחות שמיטיבה עם פרופיל הנזילות של חלק מהחברות המדורגות.

היקף הגיוס הגבוה של סקטור הנדל"ן מושפע בעיקר מהעובדה שהסקטור מציג צרכי מיחזור גבוהים במיוחד, כפי שמשקף בפריסת התשלומים העתידיים של חברות הנדל"ן לשנים 2015-2017, המסתכמים בכ- 35 מיליארד ש"ח (ראה גרף 2). כמו כן, ראוי לציין כי חלק מהחברות בענף הן בעלות דירוגים גבוהים (בעיקר חברות נדל"ן מניב) וכן לחלק מחברות הנדל"ן יכולת להציע בטחונות למשקיעים, המגבירים את אטרקטיביות ההנפקה.

גרף מספר 2: פריסת תשלומים עתידיים של חברות הנדל"ן (באלפי ש"ח)

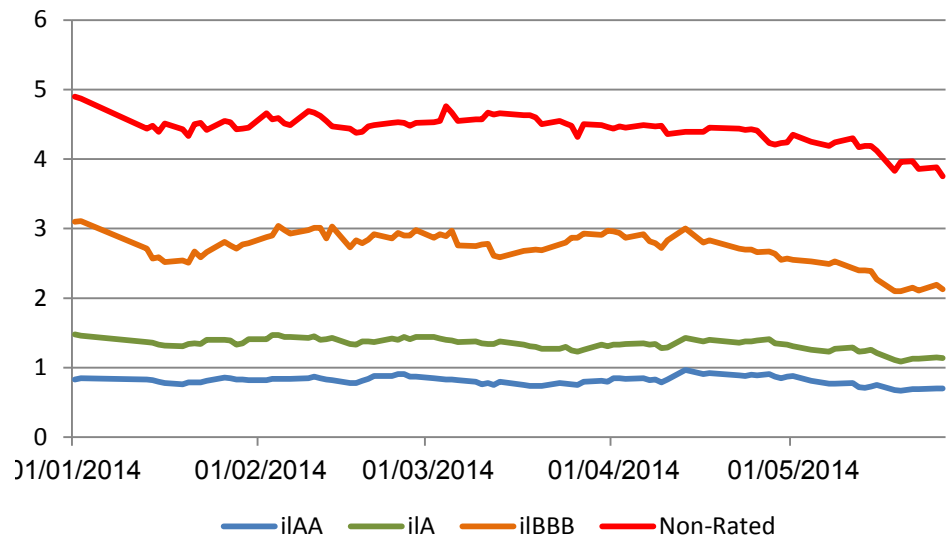


מרווחי הסיכון

השוק פועל כבר תקופה ארוכה בסביבת ריבית ומרווחי סיכון נמוכים היסטורית. מתחילת 2014 נרשמה ירידה מסוימת נוספת במרווחי הסיכון של איגרות החוב הקונצרניות בקרב כל קבוצות הדירוג. רמת המינוף של חלק מחברות הנדל"ן גבוהה באופן יחסי לחלק מהסקטורים האחרים ולכן, בחלק מהמקרים מרווחי הסיכון שלהם גבוהים יחסית למרווחי הסיכון של כלל השוק. הבידול בין מרווחי הסיכון של קבוצת החברות הלא מדורגות לקבוצת ה- iBBB בולט ועשוי לעודד חברות נוספות להצטרף למעגל החברות המדורגות, במטרה לשפר את עלויות המימון שלהן.

¹מקור הנתונים: ביזפורטל נכון לתאריך- 01.06.2014
Date 2014 | 3

גרף מספר 3: מרווחי הסיכון מינואר עד מאי לפי רמות דירוג²



איכות הביטחונות של הנפקות הנדל"ן

מבדיקת הסדרות החדשות שהנפיקו חברות הנדל"ן מתחילת 2014, עולה כי רק כ- 35% מהסדרות החדשות שהונפקו לוו בביטחונות, בהשוואה למעל 50% מהסדרות ב- 2013. (ראה לוח 1). נתון נוסף המצביע על מגמה של החלשות הביטחונות ב-2014 הוא שיעור הסדרות שהונפקו ללא בטחונות ואף ללא שעבוד שלילי – כ-30% השנה, לעומת כ-9% בלבד ב-2013. (יש לציין שמספר הסדרות החדשות מתחילת השנה אינו גבוה, אך עדיין ניתן להבחין במגמה ברורה). חשוב להדגיש כי שעבוד שלילי אינו נתפס בעינינו כבטוחה, בעיקר בשל אופן מתן השעבוד הנ"ל בארץ (בגדר התחייבות חוזית שאינה נרשמת ברשם החברות) ולאור העובדה שאין כל מגבלה על הכנסת נושים חדשים תחת אותה מטרייה של נכסים. יתרה מזאת, רוב הביטחונות אשר ניתנו בהנפקת סדרות חדשות ב- 2013 ו- 2014 היו חלשים יחסית. (למשל, שעבוד שני על נכסים, שעבוד על קרקעות, שעבוד על חשבון עודפים ו/או שעבוד של מניות לא סחירות).

לוח 1: התפלגות מספר הסדרות החדשות שהונפקו על ידי חברות הנדל"ן, לפי בטחונות³

התפלגות מספר הסדרות החדשות של חברות נדל"ן שהונפקו לפי סוגי הביטחונות			
מגובה בבטחונות	שעבוד שלילי בלבד	ללא שעבוד שלילי וללא בטחונות	
35%	35%	30%	ינואר-מאי 2014
56%	35%	9%	2013

² מקור הנתונים: טריפל איי

³ מקור הנתונים: ביזפורטל

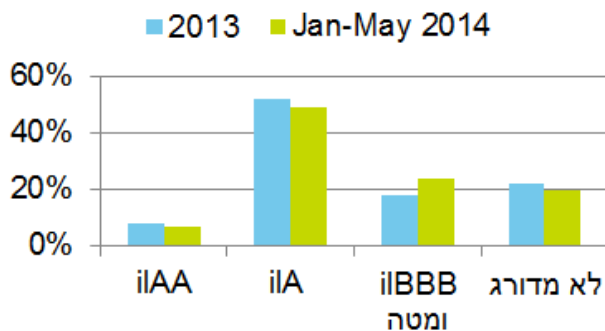
רמת הדירוג של הנפקות הנדל"ן

רוב הסכומים שגויסו ע"י חברות מסקטור הנדל"ן ב- 2014 (כ-87%) דורגו בקבוצת ה- ilA ומעלה. לעומת זאת, אם נבדוק את הגיוסים השנה לפי מספר הנפקות, נקבל שרק כ- 56% ממספר המנפיקות מסקטור הנדל"ן דורגו בקבוצת ה- ilA ומעלה. (ראה גרף 4).

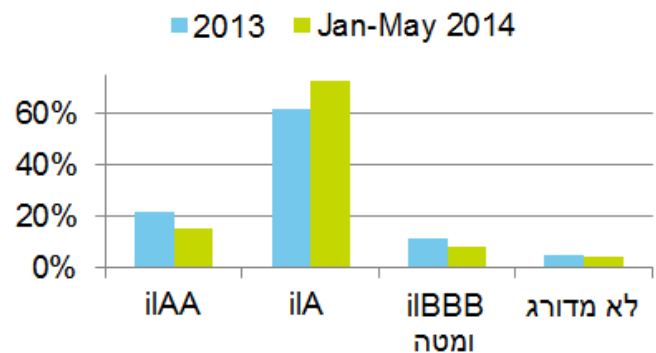
בחודשים האחרונים ניתן להבחין במגמה לפיה חברות נדל"ן, שהנפיקו בעבר אג"ח ללא דירוג, מצטרפות למעגל החברות המדורגות. חלקן של הנפקות הנדל"ן בקבוצת ה- ilBBB, מתוך סך ההנפקות של חברות הנדל"ן ב- 2013 ו- 2014 מגיע לכ- 10%, לעומת שיעור של כ- 2% בשנת 2012. הגידול בהיקף ההנפקות של חברות בקבוצת ה- ilBBB מוסבר בעליה בביקוש בשוק לחברות אלה, במטרה להגדיל את התשואה, בעידן של ריביות ומרווחים נמוכים ביותר. הסבר נוסף קשור בגידול בהנפקות חוב על ידי חברות הפועלות בתחום הנדל"ן היזמי, אשר מאופיינות ברמות סיכון גבוהות יותר, ולכן בדר"כ בעלות דירוגים נמוכים יותר, בהשוואה לחברות נדל"ן מניב.

מספר החברות המנפיקות שאינן מדורגות מגיע אמנם לכ- 20%, בדומה לנתוני 2013, אולם מבחינת סכומי הגיוס ראוי להדגיש כי רוב החוב הסחיר שהונפק השנה, כ- 95%, הוא חוב מדורג.

התפלגות מספר ההנפקות לפי רמות דירוג



גרף 4: התפלגות היקף ההנפקות לפי רמות דירוג



כאמור, מרבית המנפיקות מסקטור הנדל"ן פעילות בתחום הנדל"ן המניב. נציין כי הדירוגים מבטאים את תחזית S&P מעלות לשנתיים הבאות, כפי שעולה מתרחיש הבסיס של S&P מעלות לשוק המקומי, הלוקח כבר בחשבון האטה מסוימת במשק. **בתחום הנדל"ן המסחרי** אנו צופים ירידה ברמת הפדיונות הכללית במרכזי המסחר, שיכולה להפעיל לחץ שלילי על דמי השכירות בענף. אנו ממשיכים להעריך כי באזור באר שבע ובאזור הקריות- עכו, צפויה ירידה משמעותית יותר בפעילות העסקית בהשוואה לממוצע הארצי לנוכח פתיחת קניונים חדשים. עם זאת, אנו מעריכים כי חברות הנדל"ן המובילות בסקטור המסחרי יצליחו לשמור על יציבות ב- NOI ועל שיעורי תפוסה גבוהים, בזכות פיזור טוב של נכסים באיכות גבוהה.

בתחום המשרדים אנו צופים שתחול היחלשות בכוחם של בעלי הנכסים אל מול השוכרים, לנוכח עלייה בהיצע המשרדים החדשים והתגברות התחרות בענף. תהליך זה, להערכתנו, עלול להוביל לירידה בשכר הדירה ממשרדים. חברות מדורגות בעלות גמישות פיננסית גבוהה, מינוף נמוך ויחסי כיסוי טובים ויציבים לאורך זמן, יצליחו לשמור על רמת הנזילות הנוכחית

שלהן, גם במידה יחול קיטון בהכנסותיהן, בין היתר, בזכות היערכות מוקדמת של מיחזור חוב בריביות נמוכות לטווח ארוך.

ההקלה בעומס החוב של חברות רבות, בשל ההנפקות בריביות נמוכות ובמח"מ ארוך, עשויה לפצות באופן חלקי, במקרה שתחול שחיקה בביצועים התפעוליים (בתזרים), כתוצאה מהאטה בחלק מענפי המשק.

שיפור ברמת המינוף וביחסי הכיסוי של חברות הנדל"ן

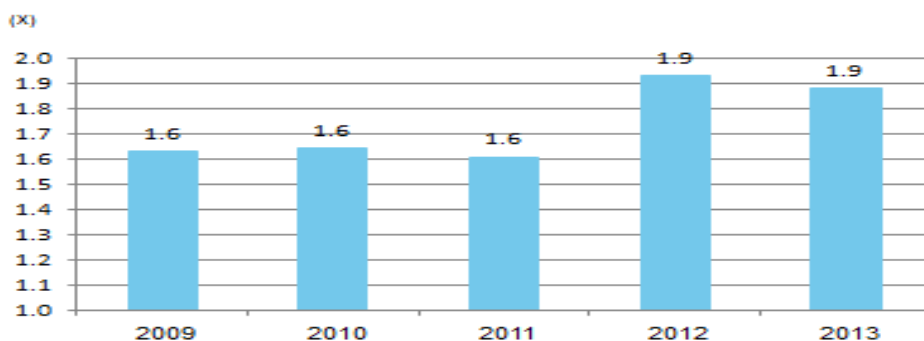
יחס כיסוי הוצאות המימון

יחס כיסוי הוצאות המימון הוא פרמטר מרכזי בהערכת החוסן הפיננסי של חברות נדל"ן מניב. יחס כיסוי הריבית משקף עד כמה התזרים התפעולי מכסה את תשלומי הריבית (וההצמדה) השוטפים והנו פרמטר חשוב בהערכת יכולת מיחזור החוב של תאגיד.

גרף 5 מציג יחס זה, על פני 5 השנים האחרונות וממנו ניכר שיפור בנתונים בשנתיים האחרונות. ממוצע יחס כיסוי הריבית עלה מ-1.6 בשנים 2009-2011 ליחס של 1.9 בשנים 2012 ו-2013. השיפור נבע, בעיקר, מירידה בעלויות המימון על רקע הירידה בריביות על האג"ח, שהונפקו בשנים האחרונות, כפי שתואר לעיל.

בהשוואה גלובאלית, יחסי הכיסוי בארץ עדיין נמוכים בהשוואה לממוצע חברות הנדל"ן המניב המדורגות בחו"ל: 2.9x באירופה ו- 3.2x בארה"ב. עם זאת, ראוי לציין כי החברות הישראליות צעירות יותר, ונמצאות בשלב הצמיחה בעוד שהחברות באירופה וארה"ב הן חברות ותיקות וגדולות, בדרך כלל מסוג REIT, ולכן, יש הגיון בכך שיחס כיסוי הריבית שלהן יהיה יציב וגבוה יותר. עוד יצוין כי גם בחו"ל בולטת מגמה השיפור ביחס כיסוי הריבית לאורך השנים האחרונות.

גרף 5: יחסי כיסוי הוצאות המימון ע"י ה- EBITDA של חברות הנדל"ן המניב המדורגות בישראל



חברות נדל"ן רבות התמקדו בשנתיים-שלוש האחרונות במאמצים להקטין את רמת המינוף שלהן, לאור ניסיון העבר. יודגש כי ירידה מהיקפי מינוף גבוהים אורכת זמן לא מבוטל ואינה תהליך פשוט.

בבדיקה שבוצעה לרמת המינוף המאזני (כפי שמתבטא ביחס חוב / חוב + הון עצמי) מצאנו תחילת מגמה של ירידה מסוימת ברמת המינוף של חברות הנדל"ן הישראליות המדורגות על ידנו.

לפי הנתונים, נרשמה ירידה מרמת מינוף ממוצעת של 60% בשנים 2009-2011 לרמה של 57% ב-2013. מעניין יהיה לבחון בעתיד הקרוב, אם גיוסי החוב האחרונים, בהם חברות רבות אף מרחיבות את היקף הגיוס במהלך ההנפקה לאור הריביות ומרווחי הסיכון הנמוכים, יבלמו מגמה זו. האמור, אפשרי אם החוב החדש ינותב להשקעות חדשות ולא רק לטובת שיחלוף של חוב קיים.

ראוי לציין כי מגמת הירידה ברמת המינוף מאפיינת גם את חברות הנדל"ן בעולם – באירופה וארה"ב, כאשר גם בחו"ל ניכרת מגמה מסוימת של ירידה ברמות המינוף של חברות הנדל"ן ב-4 השנים האחרונות.

עוד יצוין כי למרות מגמת הירידה במינוף הממוצע של החברות הישראליות, הן עדיין בעלות מינוף גבוה יותר, לעומת החברות הגלובאליות. באירופה, רמת המינוף הממוצעת היא כ-46% ובארה"ב כ-54%. נדגיש שוב כי הנתונים הנ"ל משקפים גם את ההבדלים במחזור החיים של החברות הישראליות אל מול קבוצת הייחוס באירופה ובארה"ב.

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 עוברך.

© 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.