

תחזית מידרוג לשנת 2025

דוח מיוחד | דצמבר 2024

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן ומנהלת פעילות הדירוג

i.sigal@midroog.co.il

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

Elad.seroussi@midroog.co.il

ליאת קדיש, סמנכ"ל

ראש תחום מימון תאגידי

Liatk@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

Moty.c@midroog.co.il

ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה

קצינת אשראי ראשית

Avigail.k@midroog.co.il

הקדמה

סביבת מאקרו

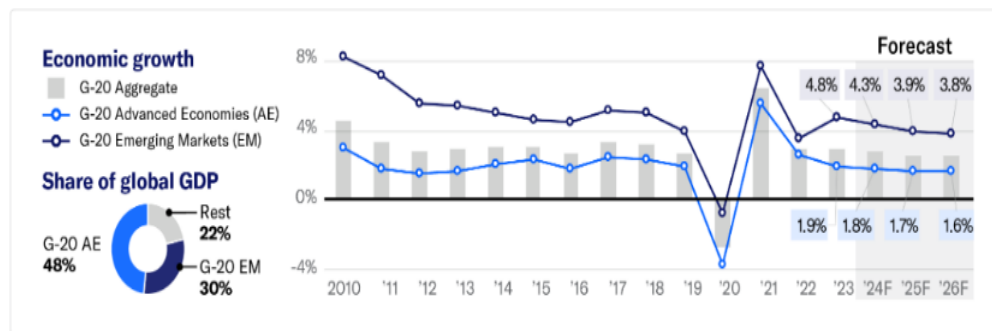
בהתאם לתחזית מודיס, שיעור הצמיחה בכלכלות המפותחות הגדולות (G-20) בשנת 2025 צפוי לעמוד על כ-1.7% ומצביע על סביבה איטית יחסית של צמיחה, זאת לצד צפי להמשך במגמה מתונה של הורדת הריבית שהחלה בארה"ב

בהתאם לתחזית מודיס, צמיחת התוצר הגלובלית בכלכלות הגדולות צפויה לעמוד על 2.6% בשנת 2025. כאשר במדינות המפותחות שיעור הצמיחה צפוי לעמוד על 1.7% ובמדינות המתפתחות על 3.9%. לצד זאת, מאז ספטמבר 2024 הבנק המרכזי בארה"ב הוריד את הריבית ב-75 נקודות בסיס לרמה של 4.5%-4.75%. ככל והאינפלציה תרד לאזור ה-2% עד לאמצע שנת 2025, הפד צפוי להמשיך בהורדות ריבית מתונות. כאשר הקלה מוניטרית נוספת צפויה לתרום ליציבות הכלכלות.

שיעור צמיחה גלובלי בכלכלות הגדולות בעולם (G-20) - מהוות כ-78% משיעור התוצר המקומי הגלובלי, 2010-2023 ותחזית 2024 ואילך

EXHIBIT 1

G-20 annual growth



Source: Moody's Ratings

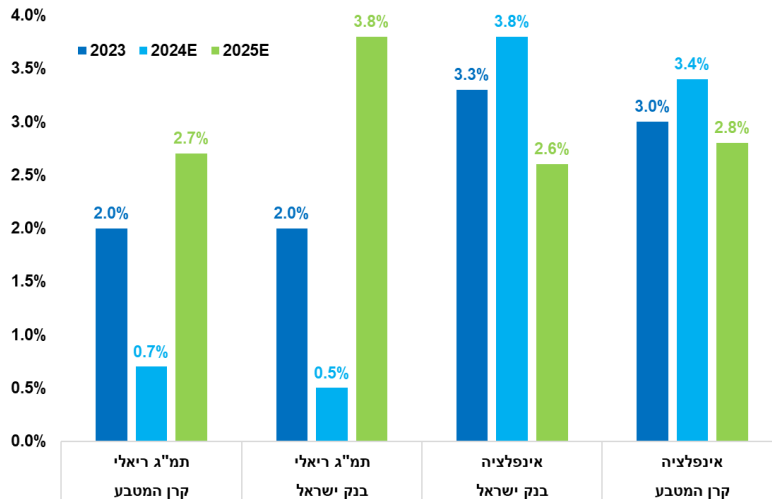
בישראל, בהתאם לתחזית בנק ישראל התמ"ג צפוי לצמוח ב-3.8% בשנת 2025 ושיעור האינפלציה צפוי לעמוד על 2.6%.

שנת 2024 התאפיינה בהאטה נוספת בצמיחה לשיעור צפוי של כ-0.5% בהתאם לתחזית חטיבת המחקר המעודכנת של בנק ישראל לחודש אוקטובר, כאשר סביבת האינפלציה נעה בשנת 2024 בין 3.4% ל-3.8% בהתאם להערכות קרן המטבע ובנק ישראל, בהתאמה.

התחזית גובשה תחת ההנחה שהשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תמשיך להיות משמעותית אל תוך תחילת שנת 2025. עדכון התחזית של בנק ישראל באוקטובר משקף הנחה לעצימות מלחמה גבוהה יותר בתחילת 2025 (בהשוואה להערכה בתחזית יולי) ודחיית ההתאוששות ההדרגתית בפעילות הכלכלית למחציתה השנייה של 2025. התחזית מגלמת השפעות שליליות על התוצר בעיקר מצד ההיצע, כאשר בצד ההיצע, השפעת הפגיעה בהיצע העבודה צפויה להשפיע בכל ענפי המשק בשל גיוס המילואים ובפרט בענף הבנייה, בשל הגבלות משמעותיות על כניסת עובדים פלסטינאים מיהודה ושומרון והפסקה מוחלטת של העסקת עובדים מעזה. כמו כן, צד ההיצע צפוי להיות מושפע לשלילה כתוצאה מהפגיעה ביכולת לעבוד ופגיעה פיזית במתקני הייצור. בצד הביקוש, הירידה בתיירות הנכנסת כתוצאה מהמלחמה תפגע בביקושים.

מנגד, בענף הבנייה צפויה בטווח התחזית עלייה בביקוש, בין היתר בעקבות הצורך בשיקום מבנים. בהתאם לתחזית בנק ישראל שיעור האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים צפוי לעמוד על 3.2%. הריבית צפויה לעמוד על 4.5% עד הרבעון השלישי של 2025, וזאת לאור סביבת אינפלציה גבוהה יותר, על רקע הימשכות המלחמה והתרחבותה.

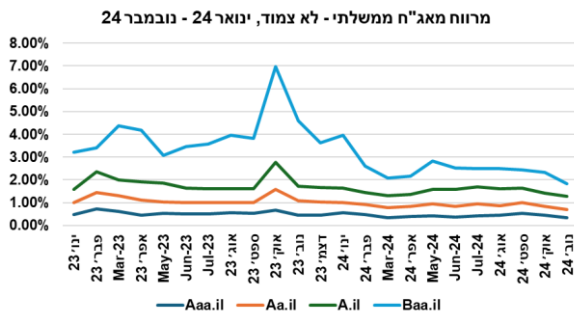
תחזית קרן המטבע הבינלאומית וחטיבת המחקר של בנק ישראל לשיעור הצמיחה הריאלי והאינפלציה בשנים 2024-2025



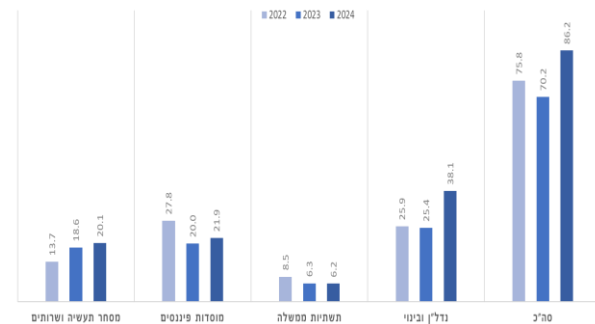
שוק האג"ח הקונצרני

היקפי ההנפקות בשוק האג"ח הקונצרני עלו בשנת 2024 בהשוואה לשנת 2023 וזאת בעיקר בשל הגידול בהנפקות בסקטור הנדל"ן, אשר מהווה כ- 50% מהיקף ההנפקות השנה. עוד נציין כי היקף ההנפקות של המוסדות הפיננסיים ירד, כמו גם גיוסי חברות התשתית הממשלתיות. לצד זאת, המרווח של האג"ח הקונצרניות, חזר לרמות טרום המלחמה ובתקופות מסוימות אף נמוך מכך וזאת ברמות הדירוג השונות.

מרווח חציוני של אג"ח קונצרניות - לא צמוד, ינואר 2024 - נובמבר 2024



הנפקות אג"ח קונצרניות לפי סקטורים בחודשים ינואר-נובמבר 2022 - 2024, מיליארדי ש"ח



מקור: מידרוג

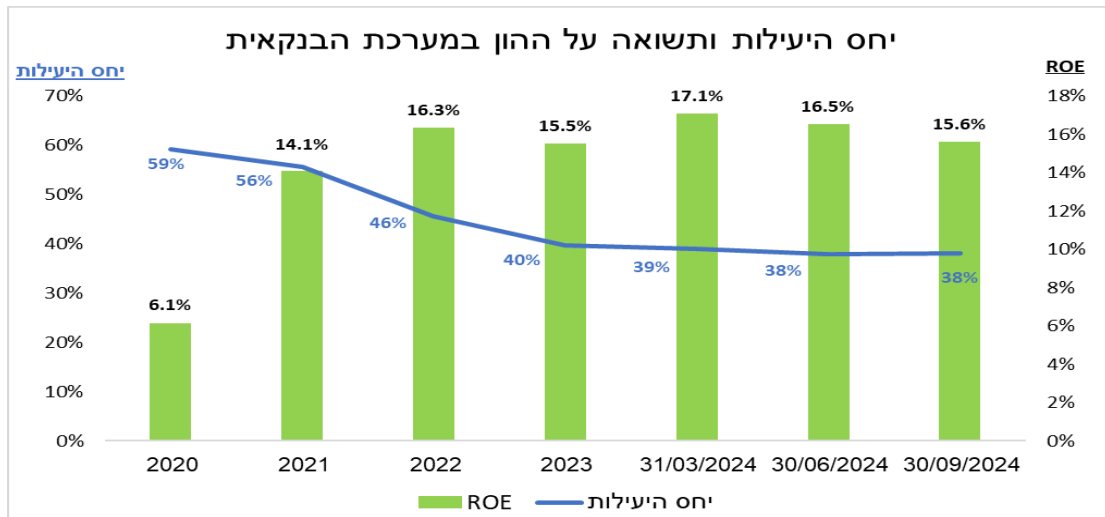
מקור: מידרוג

מוסדות פיננסיים

בנקים

הפרופיל הפיננסי של המערכת הבנקאית, כשנה לאחר פרוץ המלחמה, נותר חזק ויציב, עם מדדי סיכון נמוכים בתיק האשראי, רווחיות שיא וכרית הונית משמעותית, בעלת קיבולת טובה לספיגת הפסדים במגוון תרחישי קיצון. עם זאת, התעצמות המלחמה והתארכותה לתוך שנת 2025 עלולות להשפיע משמעותית על המשק המקומי, ובכך לפגוע באיכות הנכסים וברווחיות של המערכת הבנקאית.

בדומה לשנת 2023, שנת 2024 התאפיינה ברווחיות שיא במערכת הבנקאית המקומית (להלן: "המערכת הבנקאית"), הנובעת בעיקר מהמשך גידול בהכנסות הריבית כתוצאה מתמורות מאקרו-כלכליות, על רקע סביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים האחרונות, לצד הצמיחה באשראי לציבור, המשך יישום מהלכי התייעלות ומעבר למתן שירות בערוצים דיגיטליים וישירים, אשר תמכו בקיטון בהיקף ההוצאות התפעוליות במערכת הבנקאית. כפועל יוצא, יחס היעילות התפעולית במערכת הבנקאית הוסיף להשתפר גם בשנת 2024, אם כי באופן מתון יותר התומך בשיעורי הרווחיות הגבוהים, כמוצג להלן.



מקור: דוחותיהם הכספיים של הבנקים; עיבוד: מידרוג.

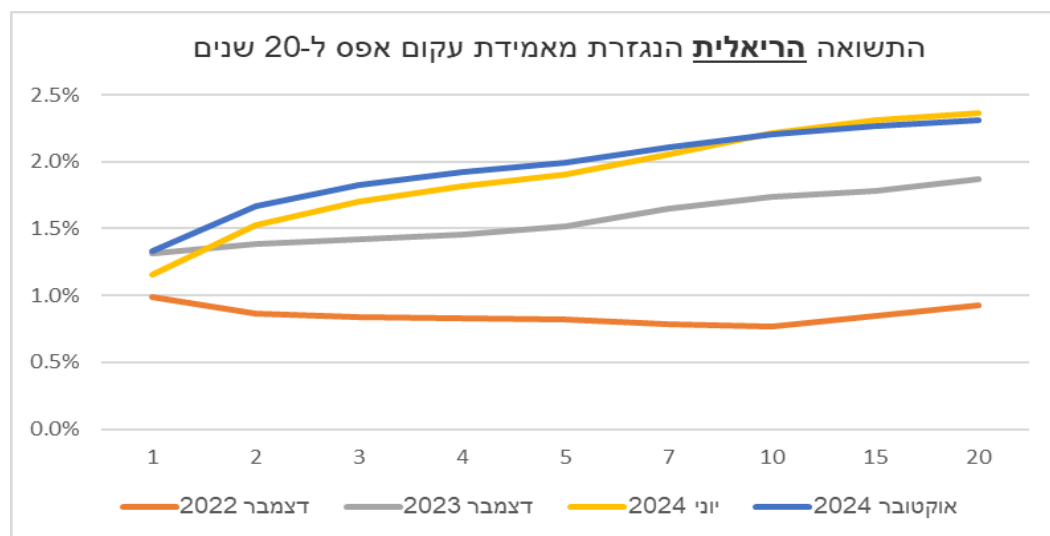
להערכת מידרוג, בשנת 2025 השלכות המלחמה עלולות לפגוע באיכות הנכסים במערכת הבנקאית, בשל עלייה בסיכון הלווים - משקי בית ועסקים כאחד, כאשר הלחצים הללו צפויים להוביל להערכתנו לעלייה בהיקף ובשיעור החובות הבעייתיים וכן בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי, ולגרום לשחיקה מסוימת ברווחיות. בד בבד, אנו מעריכים כי תחול הרעה בסיכון הלווים במערכת הפיננסית, לרבות במערכת הבנקאית, כאשר הסיוע הממשלתי למשקי הבית ולעסקים יצומצם. בהקשר זה, נציין כי ביום 22 בספטמבר 2024, דיווח בנק ישראל על הארכת מתווה הסיוע המקיף, וזאת בפעם הרביעית מאז החלה המלחמה. המתווה, אשר אומץ על ידי המערכת הבנקאית והוארך לשלושה חודשים נוספים עד לסוף שנת 2024, מאפשר ללקוחות שנפגעו באופן ישיר מנזקי המלחמה לדחות ללא חיוב בריבית ובעמלות את תשלומי ההלוואות והמשכנתאות. נכון לסוף אוגוסט 2024, נדחו במצטבר כ-460 אלף הלוואות בסך כולל של כ-9 מיליארד ₪, כאשר כ-40% מהסכומים שנדחו התבצעו בקרב משקי בית והיתר בקרב המגזר העסקי. נכון לאותו מועד, כ-80% מכלל הסכום שנדחה שייך להלוואות שדחייתן הסתיימה, כאשר הרוב המכריע של ההלוואות שדחייתן הסתיימה חזרו לתשלום סדיר.

יש לציין כי על רקע המלחמה והשלכותיה על כלכלת ישראל, שלוש סוכנויות הדירוג הבינלאומיות הורידו את דירוגי האשראי של מדינת ישראל והציבו אופק דירוג שלילי. כתוצאה מכך, גם דירוגי האשראי הבינלאומיים של הבנקים הושפעו לשלילה ופגעו, במידה מסוימת, בהקצאות ההון ובהלימות ההון במערכת הבנקאית. ראוי לציין, כי אם וככל שתחול ירידה של שני נוטשים ומעלה בדירוג מדינת ישראל על ידי חברות הדירוג S&P או Fitch (קרי ירידה בקבוצת דירוג האשראי של מדינת ישראל מ-A ל-BBB), צפויה פגיעה נוספת בהקצאות ההון של הבנקים וביחסי הלימות ההון שלהם. **בשלב זה קשה להעריך את היקף ועוצמת ההשפעות, בשל אי-וודאות גבוהה בקשר עם השפעות המלחמה על המערכת הבנקאית, כאשר לעוצמת הפגיעה קורלציה גבוהה עם משך ועצימות המלחמה.** בשלב זה, המערכת הבנקאית מאופיינת בפרופיל נזילות חזק, התומך בגמישות העסקית וביכולת ההתמודדות עם המלחמה, בזכות רווחיות גבוהה ומבנה יציב של מקורות, אשר נסמך על מרכיב מהותי של פיקדונות קמעונאיים, אשר הוכיחו יציבות גבוהה לאורך משברים קודמים. יתרה מכך, יחסי הלימות ההון צפויים להישמר במרווחים מספקים מעל היחס הנדרש על ידי הרגולטור, ולתמוך בגמישות הפיננסית של המערכת הבנקאית במהלך שנת 2025.

ביטוח

אתגרים מאקרו-כלכליים ולחץ תחרותי, לצד יישום לראשונה של תקן IFRS 17 ישפיעו על פוטנציאל הרווחיות בענף הביטוח בשנת 2025, כאשר בשל התארכות המלחמה, אנו עדים לקושי הולך וגובר בהעברת הסיכון הביטוחי למבטחי משנה

להערכת מידרוג, בשנת 2025 ענף הביטוח ימשיך להיות חשוף לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות, לצד התמודדות עם השלכות המלחמה ומדיניות מוניטרית מרסנת, המאופיינת ברמות אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, אשר פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, כאשר אלו צפויים להעיב על ענף הביטוח ובפרט, על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההוגית מרווחים שוטפים. מנגד, עליית עקום הריבית בשנת 2024 שיפרה את יחסי כושר הפירעון והקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך". נציין, כי ירידה אפשרית בעקום הריבית בשנת 2025 עלולה לפגוע ביחסי כושר הפירעון ולהגדיל את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך" ובכך להשפיע לשלילה על רווחיות החברות בענף.



מקור: בנק ישראל; עיבוד: מידרוג.

ענף הביטוח חשוף באופן ישיר להשפעות המלחמה על הפעילות הכלכלית במשק באמצעות מספר מוקדי סיכון מרכזיים הכוללים, בין היתר, שיפוי בגין אובדן הכנסות ופגיעה בהשקעות הנוסטרו באמצעות חשיפה לשוקי ההון. ראוי לציין, כי הפרופיל העסקי של חברות הביטוח בישראל שונה באופן מהותי בין החברות וכפועל יוצא, הנזק הפוטנציאלי משתנה בהתאם לפרופיל העסקי של המבטח וקווי העסקים שלו. **כשנה לאחר פרוץ המלחמה, נראה כי השלכותיה על הענף מתונות יחסית.** בתחום ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, **עיקר החשיפה בעקבות המלחמה נובעת מביטוחי ריסק מוות ואובדן כושר עבודה, אשר נכון למועד הדוח הינה מצומצמת**, בעוד שהחשיפה להשלכות המלחמה בתחום ביטוח בריאות וסיעוד, אינה מהותית. בענף הביטוח האלמנטרי, היקף הפגיעה ברכוש הנובע מאירועי המלחמה, לרוב, אינו מכוסה במסגרת פוליסת רכוש ומכוסה ברובו על ידי המדינה (מס רכוש). יתרה מזאת, בענפי הרכב נצפה שיפור משמעותי ברווחיות החיתומית לאור העלאת תעריפים משמעותית, לצורך תמחור פרמיה שמשקפת בצורה טובה יותר את הסיכון הנוכחי. מגזר ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך צפוי להיות מושפע מהתעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-“ריסקים”), מהתנודתיות בשווקים הפיננסיים ומגורמים אקסוגניים נוספים. מגזר ביטוח הבריאות ימשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות, לרבות כניסתן לתוקף של ההוראות לעניין מעבר מבטחים בפוליסות ביטוח ניתוחים “מהשקל הראשון” לפוליסות ביטוח ניתוחים “משלים שב”ן” וממבנה הפוליסה האחידה, אשר צפויות להעצים את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות ועל פוטנציאל צמיחת הפרמיות במגזר זה. להערכתנו, מגזר הביטוח הכללי צפוי להמשיך ולהתאפיין בתחרות גבוהה, הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות.

להערכת מידרוג, קיימת אי-ודאות בקשר עם התפתחות המלחמה ועצימותה על ענף הביטוח ולפיכך, לא ניתן להעריך כעת את היקף השפעתה המלאה על החברות בענף. אולם, התרחבות המלחמה והתמשכותה עלולות לגרום, בין היתר, לירידה בתוצר, לעלייה באינפלציה, ולשינויים בעקום התשואה ובריבית בנק ישראל, אשר עלולים להשפיע לשלילה על תוצאות הענף. **בד בבד, בשל התארכות המלחמה אנו עדים לקושי הולך וגובר בהעברת הסיכון הביטוחי למבטחי משנה, אשר כתוצאה מהמלחמה, מחריגים חשיפה לנזקי טרור ומלחמה, לצד העלאת פרמיות והקשחת תנאים.** להערכתנו, ככל שהמלחמה תימשך, מבטחי המשנה עלולים לצמצם נוכחות בשוק המקומי, באופן שעלול לפגוע בחברות בענף בהתממשות אירועי קיצון.

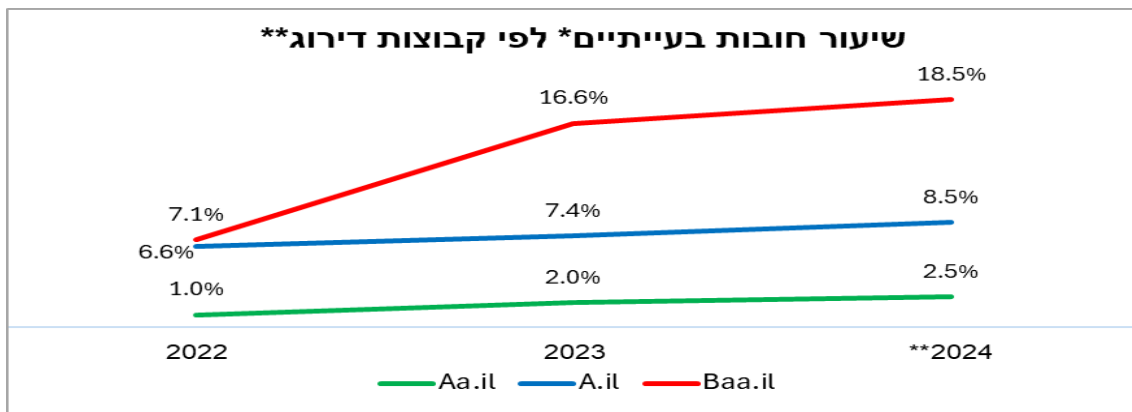
שנת 2025 תהווה נקודת ציון משמעותית לאור יישום לראשונה של תקן IFRS 17 בדוחות הכספיים של החברות בענף, כאשר התקן משנה באופן מהותי את אופן המדידה, ההצגה והגילוי של חוזי ביטוח בדוחות הכספיים. יישום התקן צפוי להביא לשינויים משמעותיים באופן מדידת ההתחייבויות הביטוחיות, כרית ההון החשבונאית והרווחיות השוטפת, תוך הגברת השקיפות והשוואתיות בין חברות הביטוח. יישום התקן מחייב את החברות בענף להשקיע משאבים ניכרים בהתאמת מערכות המידע, תהליכי העבודה והבקורת הפנימיות, ועשוי להשפיע על אסטרטגיית המוצרים והתמחור בטווח הבינוני-ארוך. **כמו כן, השינוי באופן ההכרה ברווחים עלול להוביל לתנודתיות גבוהה יותר בתוצאות המדווחות בטווח הקצר-בינוני.**

שימור הרווחיות בענף יתבסס על שיפור היעילות התפעולית, תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות, שימוש מוגבר בכלים טכנולוגיים והתאמת תעריפים. יחס הסולבנסי ימשיך להוות שיקול מרכזי בקבלת החלטות ההשקעה והפעילות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA), צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן. להערכתנו, החברות בענף תמסכנה לבצע מהלכי התייעלות וטיוב תיק, תוך התמקדות ברווחיות חיתומית וניהול חשיפות ההון.

מימון חוץ בנקאי

שנת 2024 הייתה שנה מאתגרת בענף המימון החוץ בנקאי. מחד גיסא, תיק האשראי של מרבית החברות בענף התאפיין במגמת צמיחה, אשר משקפת התאוששות מסוימת בפעילות המשק, אם כי עודנה בקצב מתון ביחס לקצב הגידול שנראה בשנים קודמות. מאידך גיסא, לצד הגידול בפעילות, בשל סביבה מאקרו-כלכלית מרסנת אשר המשיכה להתאפיין ברמות גבוהות של אינפלציה וריבית, איכות הנכסים בענף התאפינה בהמשך מגמת שחיקה, ובאה לידי ביטוי בגידול רוחבי בשיעור החובות הבעייתיים מתיק האשראי ובהפרשות להפסדי אשראי חזויים, כמוצג להלן.

למרות ההתמתנות בתשואות אגרות החוב של חברות בענף המימון החוץ-בנקאי בחודשים האחרונים, פרופיל הנזילות ממשיך להוות גורם סיכון מרכזי עבור החברות בענף. הסביבה המאקרו-כלכלית, כמתואר לעיל, מפעילה לחץ על כריות הרווחיות וההון של החברות בענף, בין היתר, על רקע צפי לעלייה בשכוחות אירועי חדלות פירעון בקרב הלקוחות, אשר מאופיינים באיטנות פיננסית חלשה יותר ביחס ללקוחות המערכת הבנקאית, ובכך מגבילה במידה מסוימת את נגישותן של החברות בענף לשוק ההון. המגמות המתוארות לעיל, התחזקו על רקע מלחמת "חרבות ברזל", אשר הגדילה את רמת אי-הוודאות והסיכון במשק, עלולה להשליך על איתנותם הפיננסית של הלווים ובכך, להוסיף ולהכביד על איכות הנכסים ועל פרופיל הנזילות של החברות הפועלות בענף.



מקור: דוחותיהן הכספיים של חברות מימון חוץ-בנקאיות המדורגות על ידי מידרוג; עיבוד: מידרוג.

* המונח חובות בעייתיים מוגדר ומחושב ע"י מידרוג ואינו מוגדר כך בדוחות הכספיים של החברות בענף. החובות הבעייתיים כוללים את יתרת הפרשה הכללית בגין תיק האשראי, בתוספת יתרת החובות ברוטו שבוצעה בגינם הפרשה ספציפית, חובות בפיגור מעל 30 יום שלא בוצעה בגינם הפרשה וכן התאמות נוספות. חישוב החובות הבעייתיים מתבסס, בין היתר, על נתוני הנהלה שנמסרו למידרוג ואינם פומביים. ** ממוצע משוקלל לשיעור החובות הבעייתיים במסגרת מעקבי הדירוג שחלו בכל שנה, בחלוקה לקבוצות דירוג וללא חברות פרטיות.

בנוסף, אנו סבורים, כי מוקד סיכון נוסף נובע מריכוזיות ענפית גבוהה לענף הנדל"ן, המאופיין בסיכון ענפי גבוה בשל מאפייניו ההומוגניים, כאשר מגמת מעבר של חלק ניכר מהחברות בענף למתן אשראי מגובה בטוחות נדל"ן מעמיקה את הריכוזיות הענפית, וחושפת את החברות לתמורות בענף זה.

בדומה למגמה בשנים קודמות, לחברות בענף קיימת רווחיות עודפת ביחס למערכת הבנקאית ולחברות כרטיסי האשראי, בשל רמות הסיכון בהן פועלות החברות, אם כי ברמה מתונה יותר ביחס לשנים האחרונות, בין היתר, בשל עלויות מימון גבוהות יותר, ירידה בהיקף העבודה מול נותני שירותי אשראי (נש"א), במקביל למעבר מסוים למימון כנגד בטוחות נדל"ן, המאופיין בסביבת ריבית נמוכה יותר, ולצד גידול בהוצאות להפסדי אשראי, כאמור לעיל.

אנו צופים כי בשנת 2025, חברות הפועלות בענף המימון החוץ בנקאי תמשכנה להוות אלטרנטיבה למערכת הבנקאית, בעיקר עבור עסקים קטנים וזעירים, כפתרון מימון תחליפי ו/או כשכבת מימון נוספת למערכת הבנקאית, ובפרט לענפי הנדל"ן, נוכח הידוק החיתום וקרבתם של הבנקים למגבלת החשיפה לענפים אלו.

עם זאת, להערכתנו, הסביבה המאקרו-כלכלית צפויה להמשיך להעיב על קצב הצמיחה הענפי ותהא מאופיינת ברמה גבוהה של חוסר ודאות, עם קורלציה גבוהה לעצומות ומשך הלחימה, כאשר מלחמה מתמשכת עלולה להוביל להמשך האטה בפעילות העסקית במשק, לירידה בביקוש לאשראי, לפגיעה ברווחיות וביכולת השבת ההכנסות של חברות בענף ולהעמקת סיכון האשראי של הלווים במשק בכלל, ובענף המימון החוץ-בנקאי בפרט. על כן, אנו צופים כי בשנת 2025, ובחציון הראשון של השנה בפרט, קצב הצמיחה הענפי ימשיך להתאפיין בשיעור מתון יחסית. יחד עם זאת, בתום הלחימה, ובהתאם לניסיון ההיסטורי באירועים בקנה מידה דומה, קצב הצמיחה צפוי לגדול באופן מהיר יותר, וזאת כתלות בקצב התאוששות המשק לאחר המלחמה, וכתלות בסביבה המאקרו-כלכלית. כמו כן, ככול ותחול ירידת ריבית בשנת 2025, היא תתמוך בעלויות מימון נמוכות יותר בצד המקורות, וכמו כן, תבוא לידי ביטוי בשיעור ריבית נמוך יותר על האשראי הניתן ללקוחות בענף.

נוכח התמורות שתוארו לעיל, אנו צופים כי היקף המחיקות וההוצאות להפסדי אשראי, יוותרו ברמה גבוהה ביחס לשנים קודמות, בשל הערכתנו לעליית סיכון האשראי בענף הפעילות, לצד הערכתנו לקיומו של פער עיתוי מסוים בהתממשות נזקי האשראי. על כן, אנו מעריכים כי תחול שחיקה מסוימת במדדי הרווחיות של החברות בענף ביחס לרמתם בשנים עברו, כאשר אלה יושפעו, בין היתר, מעצומות ומשך הלחימה, וכן מקצב התאוששות המשק בסיומה.

אנו מצפים, כי בשל הסביבה העסקית המתגרת והעלייה ברמת הסיכון במשק, כאמור לעיל, החברות בענף תפעלנה לעיבוי מערך ניהול הסיכונים ובפרט, להמשך עיבוי הביטחונות שלהן בגין האשראי שניתן. **להערכתנו, הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינן בעלות השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, בין היתר, לאור הציפייה כי דרישות אלה תובלנה לייצוב ולחיזוק החברות הפועלות בענף, לצד צמצום מספר הגופים הפועלים בו (בפרט הקטנים) באופן שעשוי לייצר קונסולידציה, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו.**

מימון מובנה

איגוח ככלי לפיתוח שוק ההון המקומי והגדלת היצע האשראי במשק

עסקאות איגוח מהוות מכשיר פיננסי חשוב בשוקי ההון בעולם, הן חיוניות לפיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי, הן באמצעות גופים מוסדיים וחברות פיננסיות והן באמצעות חברות ריאליות שתוכלנה לאגח נכסים ולגייס הון באופן ישיר בשוק ההון, חלף השימוש במערכת הבנקאית. נוסף על כך, עסקאות איגוח עשויות להוות כלי משמעותי לפיזור סיכונים ולהעברתם במערכת הפיננסית, ובעלות תרומה פוטנציאלית רבה כתחליף לאשראי בנקאי, בפרט בתקופות של האטה כלכלית, בהן האשראי הבנקאי מצטמצם. דובר רבות על חשיבות פיתוחו של שוק האיגוח בישראל, אולם נכון להיום, איגוח תזרימים מניבים כמעט ואינו קיים בישראל, אם כי נמצא בשימוש נרחב בשווקי הון מפותחים בעולם. פיתוח שוק איגוח בישראל צפוי ליצור אפיק השקעה נוסף ומשמעותי עבור משקיעים פרטיים וגופים מוסדיים כאחד, לצד פיתוח של שוק האשראי החוץ-בנקאי והוזלת מקורות המימון עבור תאגידים ריאליים. בד בבד, פיתוח שוק האיגוח צפוי לפנות הון במערכת הבנקאית אשר עשוי לחלחל לשאר המשק, ובין היתר, לשמש למימון עסקים קטנים ובינוניים. אסדרת שוק האיגוח בישראל, באמצעות חוק איגוח ויצירת סטנדרטיזציה משפטית, חשבונאית ומיסויית, עשויה לתרום רבות לשוק ההון ובכלל זה, לתרום לפיזור יעיל יותר של הסיכונים במערכת הפיננסית - בהתאם לתיאבון לסיכון של המשקיעים, לגיוון מקורות המימון ואף להוביל להוזלת האשראי לעסקים, ובכך לסייע רבות לפיתוח הכלכלה המקומית.

בדין הישראל הקיים, אין הסדר משפטי ייעודי לעסקאות איגוח. היעדר אסדרה בתחום מהווה חסם משמעותי המונע את התפתחות שוק האיגוח בישראל. עם זאת, ביום 21 ביולי 2024 אושרה בוועדת השרים לענייני חקיקה, הצעת חוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשפ"ד-2024, הקובעת סטנדרטיזציה משפטית, מיסויית וחשבונאית, אשר עשויה לתרום רבות לקידום שוק האיגוח בשוק ההון המקומי. ראוי לציין, כי בהצעת החוק נדרשים תיקונים נוספים והכרחיים על מנת לקדם עסקאות איגוח בישראל, אולם הם מהווים תשתית ראויה ליצירת סטנדרטיזציה בענף.

להערכתנו, סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת, אשר בשנים האחרונות הושפעה מלחצים אינפלציוניים והעלאות ריבית חדות ומהירות על ידי בנק ישראל, הובילה לתנאים נוחים יותר לביצוע עסקאות איגוח לסוגיהן. המשקיעים מחפשים נכסים המגובים בבטוחות ומאופיינים ביציבות וודאות תזרימים מזומנים, בעוד שחברות עסקיות - כגון ליסינג, תשתיות, נדל"ן ופיננסים, מחפשות לגוון ולהוזיל את מקורות המימון שלהן. לאור זאת, ובהתחשב במאמצים הכבירים שהושקעו לאורך השנים, אסדרת שוק האיגוח בישראל היא צו השעה, כאשר שנת 2025 עשויה להיות שנת מפנה בתחום המימון המובנה, ולהתאפיין בהתפתחות מהירה של הענף.

מימון תאגידי

קמעונאות המזון

עלויות מחירים אפיינו את השנתיים האחרונות. המותג הפרטי ופלטפורמת האון ליין צפויים להמשיך ולהוות את מנועי הצמיחה בענף

שנת 2024 אופיינה בעליית מחירי המזון ברשתות הקמעונאיות בעיקר נוכח עלייה במחירי התשומות ועיכובים בשרשראות האספקה, המשך גידול בהוצאות התפעוליות הקבועות וסביבת ריבית ואינפלציה גבוהות. להערכת מידרוג, גורמים אלו יוסיפו להשפיע על סביבת הפעילות של רשתות המזון גם בשנת 2025 ויתמרצו התייעלות במטרה לשמור על תחרותיות. לצד זאת, הסיכון העסקי בענף קמעונאות המזון בישראל הינו בינוני ומושפע לחיוב מסביבת ביקושים יציבה ועמידה באופן יחסי בפני מחזוריות כלכלית. מנגד, הסיכון מושפע לשלילה מתחרות גבוהה בענף שמתבטאת באזורי תחרות, יחד עם כניסתה של הרשת הבינ"ל "קרפור", כניסת בעלי שליטה חדשים לשופרסל והתחזקות הרשתות הקטנות-בינוניות על חשבון הרשתות הגדולות.

על פי נתוני סטורנקסט¹, במחצית הראשונה של שנת 2024 היקף הפדיונות של מוצרי הצריכה המהירה (FMCG) רשמו עלייה של 5.8% בפדיונות של שוק המזון המבורקד, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. השינוי הריאלי במכר הכספי בשוק המזון המבורקד עמד על כ-1.5% בהתחשב במדד המחירים לצרכן שעמד על כ-4.3% לאותו מועד. שיעור הצמיחה השנתי הממוצע בפדיונות שוק המזון הקמעונאי (במחירים קבועים) עומד על כ-4.3% בין השנים 2019-2023 והוא משקף את הגידול באוכלוסייה ואת האינפלציה כאמור.

להערכתנו, בטווח הבינוני הצמיחה הריאלית בענף הנה מוגבלת כשיעור הצמיחה הפנימית (צמיחת מכירות חנויות זהות), צפוי להיות מתון לאורך זמן נוכח היתונו ענף דפנסיבי. יכולתן של השחקניות בענף להגדיל נתחי שוק הנה באמצעות סינרגיה בערוצים משלימים, בקטגוריית המותג הפרטי ופלטפורמת האון-ליין. לאורך זמן שיעורי הרווחיות של הקמעונאיות בענף צפויים להיוותר בדומה לממוצע הרב שנתי עם שיעור רווח תפעולי בטווח של 3.5%-4.0%, כשתוצאות שנת 2024 צפויות להערכתנו להיות בטווח העליון של יחס זה. השונות בין השחקניות בענף נובעת מבידול הצעת הערך, פורמטים שונים ויעילות תפעולית אשר מאפיינות את חלקן.

חברות התעשייה

התייקרות חומרי גלם בסביבת ריביות ומחירי אינפלציה גבוהים מאתגרות את החברות הפועלות בענף

שנת 2024 היוותה המשך ישיר לשנת 2023 עם התייקרות מחירי התשומות של החברות היבואניות והיצרניות בעקבות עיכובים והתייקרות עלויות שינוע, בין היתר כתוצאה מתקיפות החות"ם בים האדום והאמברגו הטורקי. כמו כן, פיחות של השקל אל מול הדולר, האירו והליש"ט בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2024, אינפלציה שצפויה להסתכם ב-3.8% בשנת 2024² ועלויות מימון אשר נותרו גבוהות, ממשיכות להעיב על הרווחיות של החברות הפועלות בענף.

מדד מנהלי הרכש בישראל (PMI) לחודש ספטמבר 2024 מעיד על התרחבות מתונה בפעילות התעשייתית, נתון הבולט לטובה ביחס למדד מנהלי הרכש העולמי המצביע על התכווצות. רכיב ההזמנות ליצוא זמני אספקה (מקומי) הצביעו על התכווצות בעוד שרכיב הזמנות מקומיות ממשיך להצביע על התרחבות. מדד הייצור התעשייתי מציג נכון לחודש אוגוסט שיעור שינוי שלילי של 4.0% מתחילת השנה כשהירידה מוסברת בעיקר נוכח סעיף טכנולוגיה עילית.

¹ עפ"י נתוני סטורנקסט 2024.

² התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אוקטובר 2024

התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח בכ-0.5% בשנת 2024 ובכ-3.8% בשנת 2025 על פי סקירת בנק ישראל מאוקטובר 2024.

להערכת מידרוג, התנאים השוררים כיום ימשיכו להעיב על רווחיות חברות התעשייה בשנת 2025. מעבר לפרמטרים שצוינו לעיל, הימשכות המלחמה צפויה להמשיך להשפיע על מצבת כוח האדם במשק, עיכובים בשרשרת האספקה ועלויות האנרגיה יעיבו על מבנה העלויות של החברות בטווח הקצר.

חברות קבלנות בניה ותשתיות

צפי לשחיקה ברווחיות החברות בענף כתוצאה מהמשך השפעות המלחמה

ענף קבלנות הבניה והתשתיות בישראל מתמודד כיום עם אתגרים משמעותיים עקב מחסור בכוח אדם וסגירת אתרים כתוצאה מהמלחמה. עזיבתם של עובדים פלסטינים רבים, יחד עם חוסר זמינות של עובדים ישראלים שנמצאים במילואים, הובילה להתארכות פרויקטים ועדכון אומדנים בפרויקטים השונים. כל אלו מעיבים על הרווחיות עבור קבלניות הבנייה. רווחיות החברות הפועלות בענף הושפעה לרעה גם מעלויות מימון גבוהות, שיבושי סחר ועלייה במחירי חומרי הגלם.

להערכתנו, הביקוש צפוי להתאושש בטווח הבינוני עד הארוך עם חידוש פרויקטי התשתית ותחילת מאמצי השיקום, במיוחד באזורי עוטף עזה בדרום והגליל בצפון. עם זאת, ביצועי הענף יישארו בקורלציה לאקלים הגיאופוליטי של ישראל, לאינדיקטורים מאקרו-כלכליים, לזמינות כוח אדם, ליציבות שרשרת האספקה ולמגמות בתחום הנדל"ן בישראל.

יבואני רכב

אתגרים בענף בדמות הרפורמה במיסוי כלי-רכב והשלכות המלחמה, צפויים להעיב על תוצאות החברות בענף

לפי נתוני איגוד יבואני הרכב לישראל לחודש אוקטובר, במהלך 10 החודשים הראשונים של שנת 2024 נמסרו בישראל כ-241 אלף כלי-רכב, לעומת 252 אלף כלי-רכב בתקופה המקבילה אשתקד (ירידה של כ-4.6%). להערכת מידרוג, ניתן לייחס שחיקה זו לשיבושים בשרשראות האספקה ובפרט להשלכות המלחמה כאשר בין הגורמים העיקריים ניתן למנות את תקיפות החות"ם בים האדום ולהשבתת נמל אילת כתוצאה מכך, וכן את האמברגו הטורקי על ישראל, שמשליך לשלילה על אספקת דגמי רכבים המיוצרים בטורקיה.

נתח המכונות החשמליות ממשיך לצמוח, כאשר מתוך כ-241 אלף כלי-הרכב שנמסרו במהלך 10 החודשים הראשונים של השנה, כ-115 אלף (47.6%) היו מכונות חשמליות, לעומת כ-40.5% וכ-34% בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה (שנים מלאות).

הרפורמה הצפויה במיסוי כלי-הרכב בישראל כפי שהוגשה בהצעת התקציב לשנת 2025, כוללת מספר מהלכים עיקריים בתחום הרכב ביניהם הקטנת תקרת הטבת "המס הירוק", שניתנת לרכבים בדרגות זיהום 1-14, הטלת "מס זיהום" וביטול הטבת המס המיוחדת לרכבים חשמליים, באופן שיעלה את מס הקניה על רכב חשמלי מ-35% ל-83% (בדומה לכלי-רכב שאינם חשמליים). במקביל, ההצעה כוללת החמרת שיוך דגמים חדשים לקבוצות הזיהום השונות, כך שרכבים רבים צפויים להשתייך לקבוצות זיהום גבוהות יותר, ובהתאם לשאת במס גבוה יותר. מידרוג מעריכה כי הרפורמה במתכונתה הנוכחית צפויה להוביל לירידה במסירות כלי-רכב חדשים ולשחיקה ברווחיות החברות בענף. כמו כן, הרפורמה עלולה לפגוע בקצב צמיחת נתח השוק של הרכבים החשמליים.

בטווח הבינוני כאמור תתרחשנה מספר תמורות בענף (כדוגמת הרפורמה במיסוי) ואלו עתידות להשפיע על הערכתנו לגבי סיכון הענף. בהמשך לשנת 2024, גם בשנת 2025 נראה להערכתנו ירידה בקצב מסירות כלי הרכב החדשים. בנוסף, אנו מעריכים כי תנודתיות שערי חליפין תמשיך להוות גורם סיכון אינהרנטי לענף, באופן שעלול להוביל לעלייה בצורכי ההון החוזר וברמות החוב של החברות בענף. גורמים נוספים כגון התייקרות חלפים, מחירי אנרגיה ושינוע, ימשיכו להערכתנו להוות גורם לחץ על המחירים ועל תוצאות החברות בענף, כאשר סביבת האינפלציה והריבית, יחד עם גזרות כלכליות המתגבשות למימון מלחמת חרבות ברזל, ימשיכו להקשות על יכולת רכישת כלי-רכב ועל המימון לרכישה.

ליסינג והשכרת כלי רכב

האתגרים בענף הרכב צפויים להאיץ את "החזרה לנורמליות" בענף הליסינג

אנו מעריכים כי ענף הליסינג וההשכרה בישראל ימשיך במגמת החזרה לשיעורי רווחיות "נורמליים", לאחר שהחברות בענף נהנו מרווחיות עודפת בשנים העוקבות להתפרצות מגיפת הקורונה. הירידות בשיעורי ההפחתה החשבונאיים בשנים האחרונות צפויות להערכתנו לתרום למיתון רווחי ההון בענף. כמו כן, הרפורמה המתגבשת במיסוי כלי-הרכב בישראל עלולה להערכתנו לייקר את מחירי ציי הרכב, אם כי תיתכן השפעה חיובית גם על ערכי הגרט בענף, ככל וההתייקרויות יחלחלו לשוק הרכבים המשומשים.

להערכתנו, אתגרי שרשראות האספקה, בין היתר כתוצאה מהמלחמה - ובהם סגירת הנתיב הימי מכיוון הים האדום והאמברגו הטורקי, ישפיעו במידה פחותה ביחס ליבואני כלי הרכב, ויובילו בעיקר לשינויים בתמהילי דגמי כלי הרכב ובהיקפי הצי של החברות בענף.

בצד הביקוש, אנו מעריכים כי הימשכות המלחמה והסביבה המאקרו כלכלית מעיבים במידה מסוימת על הביקושים מצד השוק הפרטי. מנגד, תמורות בענף הרכב בין השאר הרפורמה במיסוי ויוקר ההחזקה של רכבים פרטיים מעלים את האטרקטיביות של עסקאות ליסינג.

להערכת מידרוג, פעילות ההשכרה לזמן קצר תמשיך לחוות ביקושי חסר נוכח הפגיעה בתיירות בישראל.

סביבת הריבית והאינפלציה, יחד עם ההתייקרויות הצפויות בענף, תמשיך להערכתנו להוות אתגר משמעותי לחברות בענף, המתאפיין ברמות מינוף גבוהות ובצורכי מחזור חוב גבוהים לצורך שמירה על היקפי הפעילות.

ענפי הנדל"ן

ענף ייזום נדל"ן למגורים

הענף יוסיף להתמודד עם אתגרים משמעותיים כתוצאה ממחסור בכוח אדם בענף הבנייה והתייקרות בעלויות

הבנייה, לרבות הוצאות המימון שישחקו את רווחיות היזמים

הימשכות המלחמה עד כה החזירה את רוכשי הדירות למשרדי המכירות ובמידה פחותה גם לשוק היד שנייה, לאחר קיפאון בחודשים הראשונים למלחמה, ולאחר חולשה משמעותית בעסקאות במשך השנה שקדמה לפרוץ המלחמה, בעקבות העלאות הריבית. חודשי המלחמה הוסיפו למה שהחל כקיפאון בביקושים, גם מגבלות בצד ההיצע, בשל מחסור בפועלים, התייקרות והתארכות הבנייה ובנוסף לכל זאת, הפנמה כי מצב הדברים לא ישתנה במהירות. כך, בהתאם לנתוני הלמ"ס, בשלושת החודשים יולי-ספטמבר נרשמה עלייה של כ- 35.4% במספר הדירות החדשות שנמכרו בהשוואה לחודשים אלו בשנת 2023 וירידה של 1.2% לעומת שלושת החודשים הקודמים (אפריל-יוני 2024). בד בבד חלה עליית מדד מחירי הדירות כאשר לפי נתוני הלמ"ס, בחודשים אוגוסט-ספטמבר 2024 חלה עלייה של 3.0% במחירי הדירות החדשות בהשוואה לחודשים אוגוסט-ספטמבר 2023. בהתחשב באינפלציה ובהטבות שמגלמות פריסות התשלומים לרוכשי הדירות/הלוואות קבלן, אנו מעריכים כי חלה שחיקה אפקטיבית במחירי הדירות בשיעור חד ספרתי. הגידול במכירות מהווה גורם חיובי עבור יזמי הנדל"ן, ברקע הריבית הגבוהה שמכבידה על הרווחיות. אולם, הגדלת המכירות נושאת מחיר כבד יחסית של תנאי תשלום מקלים לרוכשים, בדמות של תשלום עיקר מחיר הדירה עם המסירה ו/או העמדת "הלוואות קבלן" עם מימון יקר של מרכיב הריבית. שילוב של מימון לרוכשי הדירות יחד עם התארכות משך הפרויקטים, יוצר עומס תזרימי כבד על יזמים והם נדרשו להגדיל את צריכת האשראי לתקופה ארוכה יותר ולשאת בעלויות מימון גבוהות יותר, אשר משפיע לשלילה על סיכון האשראי בענף. בין האיזמים המשמעותיים על סיכון האשראי בענף: מחירי הדירות הגבוהים מהווים איום מתמשך על הביקוש בענף ועל חוסנו - המשך עליית המחירים מקשה על היכולת לרכוש דירה בייחוד ברקע החשש מגזירות כלכליות והאטה כלכלית בעקבות המלחמה; מגבלת העובדים בענף מאריכה את חודשי הבנייה - הארכת תקופת הפרויקטים מאיימת לייצר מחנק תזרימי עבור יזמים קטנים ובינוניים בשל צריכת אשראי מתמשכת בריבית גבוהה בפרט בהתחשב במימון רוכשי הדירות; הימשכות המלחמה מעלה את סיכון האינפלציה - בתרחיש שלילי שבו האינפלציה מוסיפה לעלות, יעלה החשש לעלייה בריבית, מה שעלול להוביל לזעזוע בענף הנדל"ן למגורים. בין הגורמים הממתנים: יציבות המערכת הבנקאית ונכונותה לתמוך ביציבות הענף; ביקוש יציב יחסית לדירות מגורים המגובה בקצב צמיחת משקי הבית בישראל ושיעור אבטלה שעודנו נמוך.

ענף הנדל"ן למשרדים ולמסחר

ענף הנדל"ן למשרדים יוסיף להתמודד עם אתגרים באכילוס שטחים פנויים וירידה בדמי השכירות בהשוואה

לשנים האחרונות. משרדים ותיקים ומיושנים יסבלו מירידה בשיעורי התפוסות על חשבון משרדים חדישים

ואיכותיים

ענף הנדל"ן המסחרי למשרדים מתמודד מאז שנת 2023 עם ההאטה בצמיחה הכלכלית בישראל ובפרט ההאטה בענף ההייטק העולמי והמקומי שהיווה מנוע מרכזי לעליית הביקושים בענף, לעלייה בדמי השכירות ולייזום והקמה של בנייני משרדים חדשים. השפעת ענף ההייטק נוגעת למעגלים רחבים של ענפים הניזונים ממנו. ההאטה בסקטור ההייטק מושפעת במידה רבה מעליית הריבית בעולם וירידה בתיאבון הסיכון של משקיעים, כמו גם מהמחזוריות והתנדודיות האינהרנטית לסקטור הטכנולוגיה. חוזי השכירות הארוכים בענף

המשרדים ופיזור השוכרים ממתנים את עוצמת הפגיעה בתזרים מנכסים בעת מחזוריות כלכלית שלילית ובעת אירועי קיצון חיצוניים, כדוגמת פרוץ המלחמה. נתונים עיקריים על ביצועי ענף המשרדים מצביעים על היחלשות משמעותית בביקושים, המתבטאת במשך הזמן לאכלוס שטחים פנויים ובמחירי השכירות בחוזים חדשים שרשמו במהלך שנת 2024 ירידה חד ספרתית בינונית-גבוהה (בין 5% עד 10%) בהשוואה למחירים בתקופה המקבילה אשתקד, לרבות בגין שכירויות משנה. יש לציין כי ירידת המחירים הינה לאחר עליות חדות שרשמו בשנים 2019-2022 בעיקר במשרדים קלאס A באזור ת"א. יחד עם זאת, שיעורי התפוסה בבניינים באיכות גבוהה באזורי ביקוש שומרים על יציבות יחסית. ניכר קושי לאכלס בניינים חדשים, בין השאר, בשל אי-ודאות כלכלית המונעת משוכרים לצאת לעסקאות משמעותיות. **להערכת מידרוג, חברות שנדרשות לשווק נכסים חדשים בשנה הקרובה צפויות לעמוד בפני אתגרים. כמו כן, שוכרים יעדיפו להאריך את השכירות לתקופות קצרות יותר, וככל שמגמה זו תימשך היא תחלחל לכדי ירידה בשיעורי התפוסות.** היקף העסקאות בנכסי משרדים בישראל נחלש מאוד בשנתיים האחרונות והדבר מקשה על ביסוס הערכות שווי לנכסי משרדים. הצמדת דמי השכירות לאינפלציה לצד עלייה קלה בלבד בשיעורי ההיוון תרמה ליציבות יחסית בשווי ההון של הנכסים בשנים 2023-2024, לאחר עליות חדות שרשמו שנתיים קודם לכן, אולם התשואה מהשכרה מציגה שחיקה. ההשקעות בבנייני משרדים חדשים מצויות בירידה. הימשכות המלחמה מוסיפה אי וודאות רבה למגזר העסקי כולו ומקשה על ההתנהלות בענף המשרדים.

השפעת המלחמה עד כה על ענף הנדל"ן למסחר קמעונאי הייתה מתונה מאוד והתמקדה בחודשי הלחימה הראשונים והיא ממשיכה להשפיע לשלילה באזורי העימות, בעיקר בצפון הארץ. מרכזי המסחר הגדולים שבו לפעילות שגרתית מתחילת שנת 2024 ובמהלך חודשי המלחמה, למעט באזורי העימות בצפון הארץ. מגזר הקמעונאות בישראל נהנה מהקיטון ביציאת ישראלים לחו"ל, שהגבירה את ההוצאות בשוק המקומי. מגמה זו צפויה להימשך בשל התפתחות שגרת מלחמה. עם זאת, האטת הצמיחה בתוצר ברבעונים האחרונים והאינפלציה שעלתה, עדיין מיוחסים למגבלות בצד ההיצע וגיוס המילואים, ומהווים איום על ההכנסה הפנויה והצריכה הפרטית.

הנגישות למקורות מימון של חברות נדל"ן מניב נותרה חזקה יחסית - שווי הנכסים בספרי החברות מציג יציבות, צמצום הבנייה החדשה מפנה מקורות אשראי ושוק האג"ח הקונצרני הציג חסינות ונגישות למחזור חב והצטיידות בנזילות.

ענף המלונאות

תיירות החוץ תתקשה להתאושש בטווח הקרוב ואילו תיירות הפנים תוסיף ליהנות מהתייקרות הטיסות לחו"ל
וצמצום אפשרויות הנופש בצפון הארץ

כחלק מענף התיירות המקומי בכלל, ענף המלונאות הינו בין התחומים הסופגים את הפגיעה המהירה והחדה ביותר בעת עימותים צבאיים משמעותיים. בישראל קיימים כ-56 אלף חדרי בתי מלון הפונים לתיירות פנים וחוץ. פרוץ המלחמה הוביל לעצירה מיידית של התיירות הנכנסת לישראל ולירידה חדה בתיירות הפנים. על פי נתוני הלמ"ס, לינות התיירים במלונות בישראל צנחו בחדות עם פרוץ המלחמה, אך מנגד, אכלוס מפונים הוביל להעלאת הלינות ושיעורי התפוסה בבתי המלון והם היוו כ-82% מסך הלינות של הישראלים במלונות בחודשים נובמבר - דצמבר 2023. מאז חלה ירידה בשיעור זה ועל פי הנתונים לסוף חודש אפריל השנה חלקם של המפונים ירד מצוי בירידה מתמשכת. אופי ותמהיל הלינות במלונות מתבסס כיום בעיקר על תיירות פנים, בשל עלייה בביקוש לחופשות בארץ מצד ישראלים, לאור גל ביטולים ושיבושי טיסות, אשר גרם להתייקרות במחירי החופשות בחו"ל וכן לאחר מספר חודשים של עצירת ביקושים לנופשים במהלך המלחמה, וכן צמצום היצע

המלונות בארץ בכל אזור הצפון. על פי נתוני הלמ"ס, שיעור התפוסה בבתי המלון בישראל עמד על כ-62% בחודשים ינואר-אוקטובר 2024 שיעור דומה לתקופה המקבילה אשתקד (63%). בפילוח לפי מחוזות ניתן לראות הסטת ביקושים לאזורים בהם האיום הבטחוני נמוך יותר. להערכת מידרוג, האיום המרכזי כיום על ענף המלונאות הינו היעדרה לאורך זמן של תיירות החוץ, אשר גם טרם המלחמה לא שבה להיקפים שלפני מגיפת הקורונה, ואינה צפויה להתאושש במהלך הרבעונים הקרובים. מצב מתמשך זה מייצר פגיעה יסודית והיקפית בענף התיירות והמלונאות הישראלי, ומשך התאוששות ארוך מאוד המאיימים בראש וראשונה על בתי מלון ורשתות המוטים לתיירות חוץ, על רשתות מלונאות חדשות וצעירות יחסית ובתי מלון קטנים.

פרויקטים ותשתיות

אנרגיות מתחדשות

המשך הצמיחה בהספקי אנרגיה מתחדשת בארץ ובעולם

מגמת עליית הריבית בעולם נבלמה בשנת 2024, כאשר שיעורי הריבית בארה"ב ואירופה אף ירדו במעט לעומת השיאים של שנת 2023, זאת לצד התמתנות באינפלציה, אשר עדיין גבוהה באופן יחסי. להורדת שיעורי הריביות צפויה להיות השפעה חיובית על ענף האנרגיות המתחדשות בעולם בכלל, ובארץ בפרט. להערכתנו, סביבת הריבית הגבוהה אשר הגיעה לשיאה בשנת 2023, הביאה לגידול בהוצאות המימון ולפגיעה מסוימת ברווחיות החברות בענף, בהשוואה לתחזיותיהן הקודמות, לצד האטה בקצב הגידול. בנוסף, עליות הריבית הגבילו את הגמישות הפיננסית של חברות האנרגיה המתחדשות, את כדאיות הפרויקטים בהם טרם קובעו הריביות ואת יכולתן לממן פרויקטים חדשים. נציין, כי חלק מהכנסותיהן של יצרניות החשמל בענף המקומי הינו צמוד למדד המחירים לצרכן, כך שהשפעת האינפלציה על רווחיותן ממותנת ולעתים אף חיובית.

משק האנרגיה המקומי מציג גידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות. בהתאם לדוח מצב משק החשמל של רשות החשמל לשנת 2023³, קצב הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות עלה באופן משמעותי. בשנת 2023 חובר לרשת החשמל הספק של כ-1.1 GW באנרגיות מתחדשות, כך שסך ההספק המותקן הסתכם בכ-5.9 GW, ואילו פוטנציאל צריכת אנרגיה מתחדשת מתוך סך הצריכה השנתית עמד על כ-14.6%. הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח, כך שבשנים 2024 ו-2025 צפוי חיבור של כ-0.7 GW וכ-1.1 GW בהתאמה, אשר צפויים להביא את סך ההספק המותקן באנרגיות מתחדשות לכ-6.6 GW וכ-7.8 GW, בהתאמה.

במהלך חודש ינואר 2024 פרסמה סוכנות האנרגיה הבינלאומית תחזית⁴ לפיה הספק האנרגיות המתחדשות העולמי צפוי לצמוח בטווח שבין 5%-10% בשנת 2024, כאשר שיעורי צמיחה דומים צפויים גם בשנת 2025. כמו כן, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. עוד נציין, כי במהלך שנת 2024 מחירי החשמל באירופה ירדו לעומת השיאים שהושגו בשנים 2022 ו-2023, כתוצאה מהמלחמה באוקראינה, המחסור בגז טבעי וההשלכות על שווקי האנרגיה. ירידה זו נגרמה, בין השאר, כתוצאה משיפור בזמינות של אספקת גז טבעי לאירופה, התייצבות בשווקי הדלקים והגידול במקורות אנרגיה מתחדשת, בעיקר מאנרגיית רוח ואנרגיה סולארית. בד בבד, הטבות המס לטובת השקעות באנרגיה מתחדשת בארה"ב, הובילו להאצת קצב הצמיחה בענף במדינה. על פי תחזיות החברות השונות בענף, מגמה זו צפויה להמשיך גם בשנת 2025, באמצעות השקעות מהותיות בפרויקטים שונים בארה"ב. **בהקשר זה נציין, כי לבחירתו של דונלד טראמפ כנשיא ארה"ב עשויה להיות השפעה שלילית על החקיקה הקיימת, המעודדת ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, סיכון אשר ממותן לאור ביקוש הולך וגובר לאנרגיה בארה"ב מצד תאגידי ענק וחברות טכנולוגיה והמעבר לכלי רכב חשמליים.**

גז טבעי

צפי להרחבת יכולות ההפקה והייצוא זאת לצד גידול בסיכונים הגיאופוליטיים

בששת החודשים הראשונים של שנת 2024 הופקו מהמאגרים תמר, לווייתן וכריש כ-12.8 BCM (כ-4.9 BCM ממאגר תמר, כ-5.4 BCM ממאגר לווייתן וכ-2.5 BCM ממאגר כריש), המשקפים גידול של כ-6.8% ביחס לכמות שהופקה בתקופה המקבילה בשנת 2023, וזאת בעיקר בזכות עליה בכמויות ההפקה ממאגר כריש. היצוא לירדן ולמצרים ממאגרי תמר ולווייתן בתקופה זו גדל לכ-1.65 BCM ו-4.8 BCM, בהתאמה,

³ דוחות מצב משק החשמל, רשות החשמל.

⁴ IEA: Renewable 2023 Analysis and forecasts to 2028.

לעומת כ-BCM 1.55 ו-BCM 4.4 בתקופה המקבילה אשתקד. בשנת 2024 צפויים שלושת מאגרי הגז להפיק היקף מצטבר של כ-BCM 26.4 (תמר כ-BCM 9.5, לווייתן כ-BCM 10.6 וכריש כ-BCM 6.3).

אנו צופים כי מחירי הגז בישראל יוותרו יציבים יחסית, הודות לקיומם של מאגרי גז מקומיים אשר עונים על היקפי הביקוש המקומי ולאור קיומם של חוזים ארוכי טווח במחירים קבועים.

במהלך חודש פברואר 2024 החלה ההפקה ממאגר כריש צפון, אשר מצטרף למאגר כריש שהחל הפקה בחודש אוקטובר 2022. כמו כן, בחודש יולי 2024 עדכנה חברת Energean plc על קבלת החלטת השקעה סופית לטובת פיתוח מאגר קטלן בעלות מוערכת של 1.2 מיליארד דולר. להערכת החברה, מאגר קטלן צפוי להתחיל להפיק גז בחציון הראשון לשנת 2027. בשתי הבארות הראשונות שצפויות להיקדח בשטח מאגר קטלן עתודות גז בהיקף של כ-BCM 26 לפי קטגורית 2P.

נכון למועד כתיבת התחזית השותפים במאגר תמר נמצאים בתהליך הרחבת המאגר, אשר צפויה להעלות את יכולת ההפקה היומית המרבית במאגר לכ-BCF 1.6 ביום. להערכת שותפי מאגר תמר, תקציב השלב הראשון בפרויקט ההרחבה יעמוד על כ-660 מיליון דולר (לאחר שהתייקר עקב השלכות מלחמת חרבות ברזל). כמו כן, השותפויות עדכנו כי המועד לסיום הפרויקט נדחה לרבעון הרביעי לשנת 2025. בד בבד, כתוצאה מהשפעות המלחמה חלו עיכובים בעבודות הנחת הצנרת הימית במקטע ההולכה הימי אשדוד-אשקלון. הקבלן הזר אשר מבצע את העבודות צפוי לחזור לביצוע העבודות במהלך החצית הראשונה של שנת 2025, כאשר מועד הסיום הצפוי הוא סוף שנת 2025. להערכת שותפי תמר העיכוב אינו צפוי להביא להשפעה מהותית על מימוש חוזי היצוא.

בנוסף, במהלך חודש יוני 2023 שותפי מאגר לווייתן קיבלו החלטת השקעה סופית לטובת ביצוע פרויקט צינור ההולכה השלישי, אשר צפוי להגדיל את יכולת אספקת הגז המרבית של המאגר מכ-BCF 1.2 ליום לכ-1.4 BCF ליום. במהלך אוקטובר 2024 פרסמו שותפי המאגר כי עקב המצב הביטחוני מועד סיום העבודות ידחה בחצי שנה, לכל הפחות (עד תום שנת 2025) וכן כי לדחייה זו השפעה מצטברת שלילית על תזרים המזומנים של המאגר בשנת 2025. בנוסף, שותפי מאגר לווייתן החליטו על ביצוע תכנון הנדסי מפורט בתקציב של 75 מיליון דולר וכן רכש מקדים בתקציב נוסף בסך 429 מיליון דולר להרחבת מערך ההפקה כחלק מפיתוח המאגר, עד ליכולת הפקה של BCM 21 שנתי בין שנים 2028-2029. להערכתנו, השקעות אלו צפויות להביא לגידול מסוים בסיכונים ההקמה של שותפויות הגז בטווח הזמן הקצר, כאשר בטווח הזמן הבינוני-ארוך, תזרימי המזומנים של המאגרים צפויים להיות חזקים יותר. הנושא עשוי להשפיע על מאפייני הסיכון של החברות, כתלות באופן מימון ההשקעות, פריסת החוב ומאפייני לקוחות הקצה.

בחודש דצמבר 2023 עודכן אישור הממונה על ענייני הנפט לייצוא כמויות גז נוספות למצרים באמצעות חברת Blue Ocean Energy (להלן: "BOE") ממאגר תמר. בהתאם לאישור הממונה המעודכן, הכמות הכוללת המרבית הנוספת לייצוא תעמוד על BCM 43 (חלף BCM 38.7) והכמות השנתית המרבית תעמוד על BCM 4.0 (חלף BCM 3.5). בהמשך לכך, בחודש פברואר 2024 התקשרו שותפי תמר עם BOE בתיקון להסכם הייצוא מיום 19 לפברואר 2018, כפי שתוקן מעת לעת, לייצוא כמויות גז נוספות למצרים. בנוסף, ביום 25.06.2024 התקבלה תגובתו החיובית, של הממונה על הגז והנפט בנוגע לפניית שותפי לווייתן בדבר יצוא כמות גז נוספת ממאגר לווייתן בכמות של BCM 118 אשר יכולים לגדול עד BCM 145. הגידול הניכר בשיעורי הייצוא הצפויים, מחד, צפוי לשפר את רווחיות המאגרים (היות ומחירי הייצוא גבוהים ביחס למחירי השוק המקומי) ומאידך, לאתגר באופן מסוים את וודאות תזרימי המזומנים, וזאת בשל הסיכונים הגיאוגרפיים-פוליטיים וודאות מימוש החוזים. החשיפה לסיכונים הגיאוגרפיים-פוליטיים מתחדדת לאור מלחמת חרבות ברזל והרגישות הגיאוגרפית המתלווה לכך.

ביטול חוזי ייצוא, כתוצאה מהתממשות סיכונים אלו, עלול להביא לעודף היצע בשוק המקומי אשר יביא ללחץ על המחירים המקומיים. זאת ועוד, הסיכונים הגיאוגרפיים והביטחוניים בתקופה זו עלולים לבוא לידי ביטוי גם בפגיעה פיזית במאגרים, השבתות כפויות, עיכובים בעבודות ההרחבה ו/או פיתוח המאגרים, הגבלת כמויות הייצוא וכדומה. להערכתנו, קיימת אי-וודאות לגבי היקפי הפיצוי מהמדינה / מהביטוחים בקרות אירועים אלו, זאת לצד קושי בחידוש פוליסות הביטוח אשר פג תוקפן.

משק החשמל

המשך פיתוח משק החשמל המקומי

בהתאם לנתוני רשות החשמל⁵, ייצור החשמל השנתי בישראל עמד על כ-77.4 טרה-וואט בשנת 2023, כאשר כ-12% מסך הייצור נבע מאנרגיות מתחדשות. נכון לחודש נובמבר 2024 הספק החשמל מאנרגיה מתחדשת עומד על כ-6.5 אלף מגה-וואט (DC), כאשר נדרש ייצור של כ-17 אלף מגה-וואט על מנת להגיע ליעד ייצור חשמל של 30% מאנרגיות מתחדשות. במסגרת קידום הצעדים לעמידה ביעד זה בוצעו מספר תהליכים⁶: (1) המועצה הארצית אישרה את תקנות התכנון והבניה לחיוב ייצור אנרגיה מתחדשת בבניה חדשה כך שכל בניין חדש, שאינו למגורים ושטח הגג שלו עולה על 250 מ"ר יחויב בהקמת מתקן לייצור אנרגיה מתחדשת⁷; (2) עידוד הוספת אגירה למתקנים - תעריף ייעודי למערכות משולבות וקידום אסדרות לאגירה; (3) חוזר מנכ"ל המאפשר הקמת תאגידי אנרגיה ברשויות המקומיות; (4) הרחבת המסלול הירוק של 15 קילו-וואט לכל הארץ; (5) קבלת תמריץ להקמת מתקנים סולאריים באזורי ביקוש ועוד. **אנו מעריכים כי החלטות של גופים ממשלתיים והאסדרות המתוארות לעיל צפויות לצמצם את בעיית היצע החשמל במשק בטווח הבינוני-ארוך, וכי במהלך שנת 2025 צפויות להתפרסם אסדרות ו/או החלטות ממשלה נוספות לטובת הנושא.**

הרפורמה במשק החשמל, אשר החלה בשנת 2018, כללה, בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי של חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח") במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח" כבעלת רישיון ספק שירות חיוני, אשר כפועל יוצא תהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. כחלק מיישום מתווה הרפורמה, במהלך שנת 2024 נמכרה תחנת הכוח אשכול בסכום של כ-9.2 מיליארד ₪. בנוסף, חח" מקימה 2 תחנות כוח לייצור חשמל באמצעות גז טבעי הפועלות במחזור משולב (מחז"מ) באתר אורות רבין, חלף תחנות לייצור חשמל באמצעות פחם, אשר צפויות להיסגר בשנים הקרובות. סיום הקמת המחז"מים מתעכב, בין היתר, כתוצאה מהשפעות מלחמת הברזל, כך שהקמת מחז"מ 70 ומחז"מ 80 צפויות להסתיים לא לפני חודש נובמבר 2024 וחודש יוני 2025, בהתאמה.

ביום 04.09.2024 פרסמה רשות החשמל החלטה לשימוע להתייחסות הציבור⁸ לקביעת תקרת מחיר מקסימלי על תעריפי ההגנה המשולמים ליצרני החשמל, זאת במטרה ליצור מחירים תחרותיים והוגנות בתחרות המתפתחת בשוק החשמל בישראל. כמו כן, במסמך מיום 27.08.2024 פנה מנהל המערכת בהליך שיתוף הציבור בנושא עדכון שיטת חישוב מחיר השוק בשיטת SMP. בכונת נגה להיערך ליישום המודל הנבחר עד לסוף שנת 2024 ולהתחיל ביישומו בפועל בשנת 2025. על פי נגה, אחד האתגרים בשוק החשמל הוא ריבוי רגולציות של הפעלת יחידות ייצור של יצרנים פרטיים לצד הפעלת יחידות ייצור של חח" בכל הנוגע לפעילותה

⁵ דוח משק החשמל - ספטמבר 2024.

⁶ אנרגיות מתחדשות בישראל - סטטוס עמידה במפת הדרכים ל-2030.

⁷ המשרד להגנת הסביבה - בפעם הראשונה תחייב המדינה התקנת פאנלים סולאריים על בניינים חדשים.

⁸ התחולה תהיה רטרואקטיבית מיום פרסומה.

במקטע היצור, כאשר בשיטה הנוכחית נוצר פער בין המחיר הנקבע במכרז לבין העלות האמיתית והתוצאה היא ייקור מחיר החשמל לציבור. בנוסף, שיטת החישוב החדשה צפויה להתחשב בגידול ניכר בייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות, מתקני אגירה ועוד. שינוי השיטה חשוב הן לשוק הייצור הסיטונאי והן לשוק האספקה, כאשר מחיר ה-SMP מהווה בסיס לקביעת מחיר החשמל בשווקים אלה. בנוסף, בהתאם להצעה לשינויים במבנה התעריף של רשות החשמל⁹, לטובת הגדלת האפקטיביות של התחרות באספקת חשמל, מציעה הרשות כי תעריף הייצור לאנרגיה הנמכרת על ידי נגה למספקים פרטיים ולחח"י ותעריף החשמל לצרכן יתבססו ככל הניתן על רכיב נורמטיבי קבוע המתעדכן מעת לעת. מוצע כי רכיב הייצור יכלול שני מרכיבים: מרכיב עלות משתנה אשר מציע כי העלות המשתנה לא תחושב ולא תהיה מפוקחת עבור מחיר לצרכן, אלא תיקבע על סמך מחיר ה-SMP הנקבע עבור כל חצי שעה ומרכיב עלות קבועה אשר יכלול בתוכו את עלות ההון הנורמטיבית השנתית הנדרשת ליצור החשמל, עלות התפעול הקבועה הנורמטיבית הנדרשת ליצור החשמל ועלות התנועות נורמטיבית.

היצרנים העיקריים הפועלים כיום תחת אסדרת ה-SMP הינן 4 תחנות הכוח אשר נרכשו בשנים האחרונות מחח"י. כמו כן, דיווחו לאחרונה מספר יצרנים נוספים על התחלת פעילות תחת אסדרת שוק ה-SMP, כאשר בעתיד צפויה כניסה של יצרנים נוספים לשוק זה, בהתאם לבחינת הכדאיות הכלכלית של מהלכים אלו. **להערכת מידרוג, השינויים באסדרות המתוארים מעלה עשויים להשפיע על התנהגות השחקנים בשוק ולהביא לירידת מחירים בהתאם, ובמידה מסוימת גם להגברת התחרות בשוק זה. בנוסף, צפויה להיות השפעה שונה על יצרנים שונים, כאשר לחלקם צפויה פגיעה מהותית יותר בהכנסות וברווחיות אשר הוצגו על ידם עד היום. נציין, כי בניית הפעילות של יצרנים הפועלים תחת מודל ה-SMP, מידרוג לקחה בחשבון כי ישנה הסתברות גבוהה להתערבות של רשות החשמל בתחרות בענף, בין היתר, על בסיס הצהרות הרשות עצמה. עם זאת, תיתכן השפעה נוספת על הדירוגים, כתלות בהשפעת השינויים על תוצאות היצרנים בפועל. מידרוג תמשיך ותבחן את השפעת השינויים באסדרות השונות על תוצאות פעילות השחקנים השונים בשוק ועל סיכון האשראי של המנפיקים בתחום.**

אסדרת המספקים הפרטיים צפויה להגביר את התחרות ולהקטין את וודאות תזרים המזומנים בפרויקטים ובחברות הרלוונטיים

כחלק מהרפורמה במשק החשמל הוסדרה פעילות מתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה ואפשרותם למכור למספקים פרטיים¹⁰ החל מינואר 2024. פתיחת מקטע האספקה במשק החשמל למספקים חדשים ואספקה לצרכנים ביתיים הוסדרה באופן הדרגתי¹¹. במקביל לתחרות המתעצמת, יכולת חיזוי תזרים המזומנים ויכולת מימוש ההכנסות עתידיים להיות תלויים באיתנות הפיננסית המשתנה בין צרכני הקצה המתחלפים, בין אם אלו חברות ובין אם לקוחות פרטיים, במערך התפעול של יצרניות החשמל השונות, ביכולת שימור וגבייה מלקוחות ובמידה מסוימת גם ביציבות הפיננסית של מספק החשמל הרלוונטי. בנוסף, ברמת הפרויקט המייצר חשמל, אורך הסכמי מכירת החשמל לצרכני הקצה צפוי להיות קצר יותר ובניגוד להסכם מול נגה, לא יקיף בהכרח את אורך כל תקופת הרישיון לייצור חשמל של הפרויקט, באופן שיקשה אף

⁹ קול קורא - הצבעה לשינויים במבנה התעריף - נובמבר 2024.

¹⁰ החלטה מס' 63704 - מודל שוק למתקני ייצור ואגירה המחוברים או משולבים ברשת החלוקה.

¹¹ החלטה מס' 60105 - קביעת אסדרה למספקים שאין ברשותם אמצעי ייצור ותיקון אמות המידה למספקים קיימים.

יותר על חיזוי מחיר החשמל שיתקבל לפרויקט בעתיד. במקביל לכך, ככל ויתווסף תעריף משתנה אשר אינו ידוע לאורך חיי הפרויקט, הדבר ישפיע לשלילה על יציבות תזרים ההכנסות שלו.

נציין, כי חברות מספקי החשמל באסדרה החדשה אינן בהכרח יצרניות חשמל במסגרת מהלך העסקים השגרתי שלהן וחלקן משמשות כ"מספק וירטואלי" במגזר זה, עובדה היוצרת חסמי כניסה נמוכים יחסית לענף וצפויה להעצים את התחרות בו, כאשר נכון למועד כתיבת הדוח, ישנו מספר גדול של כ-1248¹² חברות בעלות רישיון אספקת חשמל ללא אמצעי ייצור. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות מגזר אספקת החשמל צפוי להציג רווחיות מתונה או אף הפסד, וזאת לפחות עד להתייצבות הענף מבחינת נתח שוק הלקוחות ולאחר יציאה של שחקנים מהשוק, אשר צפויה להקטין את התחרות בעתיד.

בהתאם לפרסומי רשות החשמל, עברו במצטבר כ-150 אלף משפחות ועסקים בין החודשים אוגוסט עד אוקטובר לשנת 2024 כאשר צופים כי בחצי שנה הקרובה למועד הפרסום¹³ יגיעו למיליון אזרחים שיעברו למספק פרטי. בהמשך לכך, רשות החשמל תוציא לדרך בקרוב את שלב ב' של הרפורמה. במסגרתו יתווספו לתחרות 12 אלף מגה-וואט, שיוכלו לספק חשמל במחיר מוזל לכ-10 מיליון אזרחים לפחות ולחלק גדול מהמגזר העסקי. בנוסף, לקוחות אלה נהנים מהנחות במחיר החשמל, הנעות בין 5%-20% בשעות מסוימות.

להערכת מידרוג, אסדרת המספק צפויה ליצור תחרות נוספת בין מספקי החשמל השונים ולכן, מחיר החשמל אשר יימכר על ידי יצרניות החשמל בהתאם לאסדרה זו צפוי להשתנות באופן דינמי ובהתאם לביקוש וההיצע בשוק החשמל ולתנאי ההסכמים מול הלקוחות. הסכמי מכירת חשמל מול לקוחות פרטיים צפויים להתאפיין בפיזור לקוחות רחב יחסית ובאורך חוזים מאוד קצר, בהשוואה להסכמים מול לקוחות עסקיים. בד בבד, המחיר שישולם על ידי הלקוחות אשר יבחרו לרכוש חשמל ממספקי החשמל הפרטיים, חלף רכישתו ישירות מחח"י, צפוי לרדת.

פרויקטים ותשתיות כללי

צפי להמשך עיכובים משמעותיים בהקמת פרויקטים ומתקני תשתית על רקע המלחמה

בתחום הפרויקטים הנמצאים בשלבי הקמה נצפו עיכובים מסוימים בלו"ז ההקמה עקב מלחמת "חרבות ברזל", ולעיתים בעיכוב משמעותי. הסיבות לעיכובים נגרמו, בין השאר, ממחסור בכוח אדם מקומי (לדוגמה עקב גיוס מילואים) או עובדים מאיו"ש, וכן מאי הגעה של מומחים שונים מחו"ל, בשל חששם מהמצב הבטחוני. כמו כן, הושפעו שרשראות אספקה, כך שנוצרו עיכובים בהבאת ציוד מחו"ל, בדומה להשפעה שנגרמה עקב הקורונה. בנוסף, מספר פרויקטים לא קיבלו אישורים ביטחוניים לביצוע עבודות קריטיות, כך שבפועל אינם יכולים להשלים הקמתם בשלב זה. בנוסף, גרמו העיכובים לגידול בעלויות הפרויקטים. במספר פרויקטים עלול העיכוב להוביל לאי עמידה באבני דרך משמעותיות, כאשר בחלקם הותאמו המועדים בהסכמי הזיכיון. בחלק מהפרויקטים המדינה האריכה בצורה גורפת את המועדים לסיום הקמת הפרויקטים. כך למשל, פרסמה רשות החשמל מספר הארכות למועדים הנדרשים להקמת מתקני ייצור חדשים. במסגרת ההחלטה ציינה רשות החשמל כי הדחייה ניתנת עקב המצב הביטחוני הנובע מהמלחמה, והעיכובים שנגרמים כתוצאה ממנו, ולאור הקושי לקדם תוכניות או להקים מתקני ייצור במצב הזה. נציין, כי תחום הפרויקטים לרוב איננו חשוף באופן

¹² רשימת רישיונות האספקה מספקים ללא אמצעי ייצור (מעודכן 11/2024).

¹³ בדרך למיליון אזרחים שיהנו מחשמל מוזל: שלב ב' ברפורמת החשמל יוצא לדרך

מהותי למחזוריות כלכלית בכלל ולהשפעות חד פעמיות בפרט, בזכות מאפייני המימון, הכוללים הגנות שונות, ועל רקע חשיבותם של רוב הפרויקטים המדורגים למדינה. כמו כן, מבנה המימון הפרויקטאלי, אשר שם דגש על בידוד משפטי של חברות הפרויקט (ביחס לסוגי מימון אחרים), ממתן את הגידול בעלויות ההקמה של הפרויקטים לאור מנגנוני גב-אל-גב שנקבעו בהסכמי ההקמה והתפעול של הפרויקטים. **להערכת מידרוג, הימשכות המלחמה עלולה להביא פרויקטים בהקמה להתמודדות עם עיכובים נוספים בהמשך, אשר עשויים להוביל לדחיות במועדי הגעה לאבני דרך מרכזיות, כאשר לעיתים נדרש גם אישור המממנים לדחייה זו ואף לתיקון לוחות סילוקין בהתאם לסיום ההקמה העדכני הצפוי. עוד נציין, כי להערכתנו יתכנו העלאות תעריפים בחלק מחברות התשתית הממשלתיות השונות, ככל והפגיעה בתזרימים ובכוש שהן חוות בזמן המלחמה תהיה מהותית. בנוסף, יש לציין, כי נצפתה עלייה מהותית בתעריפי פוליסות ביטוח טרור ומלחמה לפרויקטים ולחברות, אשר צפויה להימשך לתוך 2025, ככל והמצב הביטחוני לא ישתפר מהותית.**

כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הבדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזוהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם יחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ייבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודד או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>