

# סיכום שנה ותחזיות לשנת 2020

## דוח מיוחד | דצמבר 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג 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, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), 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 מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**רן גולדשטיין, סמנכ"ל**

ראש תחום נדל"ן

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

**ישי טריגר, סמנכ"ל**

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[Yishait@midroog.co.il](mailto:Yishait@midroog.co.il)

**אבי בן-נון, סמנכ"ל**

מנהל פעילות הדירוג וראש תחום מוסדות פיננסיים

[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## ייזום למגורים

### תחילת היפוך מגמה - הציבור החל "לרדת מהגדר"

מגמת ההאטה בקצב מכירת הדירות, אשר החלה ב-2016 על רקע מכרזי "מחיר למשתכן", והתגברה בשנים שלאחריה, התהפכה בחודשים האחרונים וזאת על רקע הסטגנציה הממשלתית בכל הקשור לתהליכי הדיור המושפע מתהליך הבחירות המתמשך וציפיית הציבור כי מחירי הדיור אינם צפויים לרדת.

**תחזית:** אנו צופים כי בשנת 2020 תתגבר המגמה של עלייה בקצב מכירת הדירות ובהתאם תיתכן הזדחלות כלפי מעלה של המחירים. קצב המכירות יושפע לטובה מרמת הריביות הנמוכה של המשכנתאות ועל רקע ההפנמה כי מדיניות הממשלה בשנים האחרונות לא הובילה לירידת מחירים. בהתאם אנו צופים, כי חברות ייזום המגורים יציגו גידול בהיקף המכירות ויהנו מרוח גבית בנגישותם לשוק ההון ומקורות מימון אחרים.

## נדל"ן מניב

### נגישות גבוהה לשוק ההון המתבטאת בביקושים גבוהים וריביות נמוכות בהשוואה היסטורית

חברות הנדל"ן המניב בישראל נהנו בשנת 2019 מעדנה המתבטאת בעליה משמעותית בשווין הסחיר אשר מגיע למכפלות על ההון שלא נראו כדוגמתן בעבר. נגישותן לשוק ההון מתבטאת בביקושים גבוהים בגיוסי אג"ח המתבטאים בריביות נמוכות היסטורית ובמח"מים ארוכים.

שווי הנדל"ן אף הוא במגמת עלייה, כאשר ריבית ההיוון של הנכסים הולכת ויורדת באופן עקבי, בעיקר על רקע ריבית השוק הנמוכה ועסקאות אשר משקפות שווי הגבוה מהערך הנקוב בספרי החברות.

**תחזית:** אנו צופים כי בשנת 2020 תמשך המגמה של עליית שווי הנדל"ן המניב בישראל וזאת על רקע עסקאות משמעותיות שנעשו לאחרונה בשוק המשקפות ריבית היוון הנמוכה משמעותית מריביות ההיוון אשר מוצגות בהערכות השמאיות.

שוק המשרדים, בעיקר במרכז, נהנה מתפוסות גבוהות ומקצבי אכלוס מהירים של פרויקטים חדשים, מגמה זו תמשיך לגרום ליזמים להגביר את קצב היזום אשר באזורי ביקוש ימשיך להיות גבוה. שכר הדירה בבניינים בעלי מיצוב גבוה ובמיקום מרכזי צפוי להמשיך כלפי מעלה, לאור המחירים הגבוהים בבניינים החדשים שיצאו לשיווק. ציפיותינו היא, כי אף בבניינים ותיקים יותר, תיווצר זחילה כלפי מעלה בשכר הדירה.

אשר לנדל"ן מניב מסחרי אנו סבורים, כי שנת 2020 תמשיך להציב אתגרים בענף זה. אנו רואים כי הפדיונות במרכזים המסחריים עדין נמצאים במגמת עליה אך צומחים בקצב איטי מבעבר, זאת למרות גידול עקבי באוכלוסייה ובצריכה הפרטית לנפש. ציפיתנו הינה שתמשך העלייה בשיעור קניות ב-E-Commerce אשר תלך ותצבור נפח נוסף ותשפיע לשלילה על הפדיונות של החנויות. בהתאם, להערכתנו יגבר הלחץ מצד הרשתות על בעלי הנכסים על מנת למתן את שיעור שכר הדירה או לקבל הטבות אחרות בעלות שווי כספי מבעלי הנכסים. אנו נמשיך להיות עדים לשינוי תמהיל המרכזים, כך שמחד, בצד המסחרי ייטו יותר לתחומי הביילוי וההסעדה ומאידך, נטייה לעירוב שימושים במתחם כגון: משרדים, מסחרי, דיור, דיור מוגן וכדומה.

## מלונאות

### שנת שיא בתיירות נכנסת, עליה בתפוסה ובהכנסה מחדר

שנת 2019 עד כה מתאפיינת בעלייה בכניסת תיירים לישראל לעומת שנים קודמות, סה"כ 3.3 מיליון כניסות תיירים לתקופה שבין ינואר - ספטמבר 2019 שמהווה עלייה של כ-13% ביחס לתקופה מקבילה של שנת 2018<sup>1</sup>. בהתאם אף קיימת עלייה במספר הלינות

<sup>1</sup> משרד התיירות

במלונות התיירות, הנובעת בעיקר מתיירות חוץ, למרות הגידול בהיצע החדרים, תפוסות החדרים אף הם מראים עלייה עקבית לאורך השנים.

**תחזית:** אנו צופים כי בשנת 2020 תמשך הצמיחה בתחום זה וזאת ככל שלא יהיו אירועים ביטחוניים שיפיעו לרעה על התיירות הנכנסת. אנו אף צופים, כי ימשך תהליך יזום מלונות ברחבי ישראל וזאת לאור הביקוש והמחסור בהיצע של חדרי מלון, העומד כיום על קצת מעל 50 אלף חדרים. אף על פי כן, להערכתנו בשנה הקרובה המלונות באילת יסבלו ממעבר שדה התעופה ממרכז העיר לשדה תעופה רמון, אשר עלול להשפיע לשלילה על רמת התפוסות ורמת המחירים.

## גיוסים בשוק ההון

### צפי לגידול בהיקף הגיוסים וחזרה של חברות האמריקאיות לגיוס בשוק ההון

השנה נמשכה מגמת הירידה בסך ההנפקות בסקטור, כאשר בתקופה ינואר-נובמבר הונפקו כ-20 מיליארד \$ ע.ג., ירידה של כ-10% לעומת הערך הנקוב שהונפק בתקופה המקבילה אשתקד, וירידה של כ-30% בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2017. הירידה נובעת בעיקרה מצמצום בהיקף ההנפקות של חברות הנדל"ן האמריקאיות אשר סבלו מעלייה משמעותית בתשואות החל מרבעון אחרון של שנת 2018. יחד עם זאת, חלה התאוששות ממשית במהלך המחצית השנייה של שנת 2019 והערכתנו, כי שנת 2020 תסתמן בעלייה בהיקף הגיוסים לצורכי מחזור של החברות החזקות בתחום, יחד עם תנועה מחודשת של כניסת חברות חדשות לשוק.

## בנקים

**סביבה עסקית מאתגרת תוביל ללחץ מסוים על שיעורי הרווחיות בשנת 2020**

הסביבה העסקית צפויה להיות מאתגרת בשנה הקרובה עבור המערכת הבנקאית ותלויה בלחץ מסוים על שיעורי הרווחיות, להערכתנו. אולם הבנקים השכילו לבנות בשנים האחרונות כריות ספיגה מספקות בכדי להתמודד עם עליית הלחצים. כך, צפויה שחיקה מסוימת בסביבה המאקרו-כלכלית, גם בשל השפעות חיזונית גלובליות ואי הודאות הפוליטית. זו תאופיין בהאטה מסוימת בקצב הצמיחה (כ- 3.0%), אשר יוותר קרוב לקצב הצמיחה הפוטנציאלי ויתמוך בשיעור אבטלה נמוך ויציב. בניגוד לתחזית מאתקד, אנו מניחים כי סביבת הריבית תיוותר נמוכה בטווח הזמן הקצר והבינוני עם לחץ להורדת ריבית במהלך 2020, כאשר הסביבה האינפלציונית תיוותר קרוב לגבול היעד התחתון גם בשל שינויים מבניים. כנגזר מכך, צפוי לחץ על המרווח הפיננסי ועל רווחיות הבנקים וזאת למרות מרכיב משמעותי של מקורות זולים (פיקדונות עו"ש). בנוסף, התגברות התחרות במספר סגמנטים בתוך המערכת וגם כתוצאה מגידול בהיצע הן בדמות חברות כרטיסי האשראי המופרדות והן מצד חברות מימון חוץ בנקאיות ופינטקים (שיקבלו תמיכה נוספת בהשקת מיזם הבנקאות הפתוחה בשנת 2020), לצד המשך התחרות אל מול גופים מוסדיים, תומכים אף הם בלחץ על המרווח הפיננסי ועל פוטנציאל הצמיחה בתיק האשראי. תחרות זו צפויה להתגבר ככל והשימוש בלשכות נתוני האשראי שהחלו את פעילותן באפריל 2019 יעמיק, נוכח הקטנת הא-סימטריה במידע, דבר שיאפשר לבנקים בינוניים וקטנים ולחברות מימון חוץ בנקאי להציע הצעת ערך מותאמת ומבוססת סיכון ללקוחות קמעונאיים. מנגד, קהלים מסוימים עלולים להיות מודרים מהמערכת הבנקאית ולפנות למקורות מימון יקרים יותר. כאשר, מלכתחילה רמת הסיכון בסגמנט זה עלתה בשנתיים האחרונות גם נוכח חוק חדלות הפירעון החדש והעלייה במינוף של משקי הבית בשל גידול בהיצע האשראי.

**בהתאם להנחות אלו, בשנת 2020 תיק האשראי הבנקאי צפוי לצמוח, להערכתנו, בקצב של 3.0%-4.5%, עם מיקוד בתיקי המשכנתאות ועסקים בינוניים וגדולים, המאופיינים בעת הזו בסיכון נמוך יותר ביחס למגזר הצרכני והעסקים הקטנים. מיקוד זה יוביל גם כן ללחץ מסוים על מרווח האשראי.**

איכות הנכסים צפויה להיות יציבה יחסית, נוכח סביבה כלכלית יציבה, זאת לאחר שיפור מתמשך עם שיעור נמוך של נכסים לא מבצעים (NPL). החשיפה הגבוהה לענף הנדל"ן (לרבות משכנתאות) ממשיכה להוות גורם סיכון מהותי, אולם זו ממונת בשל איכות חיתום גבוהה יחסית, מגבלות רגולטוריות והערכתנו, כי לא צפוי תיקון משמעותי במחירי הדירות בטווח הקרוב. אנו מניחים, כי שיעור ההוצאה להפסדי אשראי יעלה לשיעור מייצג יותר של כ- 0.35%-0.30%, גם בשל התמתנות צפויה בנביות וזאת לאחר מספר שנים של גביות מהותיות.

**הבנקים צפויים לשמור על רווחיות יציבה יחסית בשנת 2020 עם תשואה על נכסים בטווח שבין 0.65%-0.75%, נוכח מספר השפעות סותרות.** מחד צפויה שחיקה מסוימת במרווח הפיננסי ועלייה בהוצאות להפסדי אשראי, כאמור שתקוזז חלקית בצמיחת תיק האשראי והמשך התייעלות תפעולית ושליטה טובה יותר במבנה ההוצאות, אולם פוטנציאל התייעלות נמוך יותר ביחס לעבר לאחר מספר שנים של תוכניות התייעלות, הן בהיקף כח אדם והן בניהול צמצום שטחים ונכסי נדל"ן. אנו צופים, כי הצורך להתאים את המודל העסקי לעולם המתפתח יוביל לגידול בכח האדם הטכנולוגי ולהשקעה בחדשנות ודיגיטל, אשר יגבילו את המשך מגמת הקיטון בהוצאות. אולם, צפויה גם התמתנות מסוימת בעלויות ליטיגציה אל מול הרשויות בארה"ב לאחר שגם מזרחי טפחות סיים את הפרשה.

פוטנציאל הרווח צפוי להוביל להמשך בניית כרית ההון בניכוי דיבידנדים, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של ההון ביחס לפרופיל הסיכון במערכת טוב כמשתמע מתוצאות תרחישי הקיצון של מידרוג ואף מהתרחיש האחד של הרגולטור. יחסי הלימות ההון אשר הציגו שיפור מתמשך בשנים האחרונות גם כתוצאה "מעידוד" רגולטורי, צפויים להיות יציבים בשנת 2020. חמשת הבנקים הגדולים הגדילו בשנים האחרונות את שיעור חלוקת הדיבידנדים מהרווח הנקי וצפויים לחלק דיבידנדים בשיעורים שבין 30%-50% כתלות בבנק וגם כתלות במועד סיום ההליכים המשפטיים מול הרשויות האמריקאיות עבור הבנקים הרלוונטיים. אנו צופים, כי מחולל התחרות העיקרי בטווח הזמן הארוך יהיה חדשנות, כאשר בנקים שלא יתאימו את המודל העסקי לאורך זמן עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי.

## ביטוח

**סביבת הריבית הנמוכה תמשיך להכביד על חברות הביטוח גם בשל הקושי לייצר רווחיות חיתומית מספקת, תגביר את****תנודתיות יחסי הלימות ההון ותעודד אימוץ חדשנות טכנולוגית במקטעים מסוימים**

הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת גם בשנת 2020. בצד המאקרו צפויה האטה מסוימת בקצב צמיחת המשק, כאשר סביבות הריבית והאינפלציה הנמוכות ימשיכו ללוות אותנו לפחות בעתיד הקרוב. עקום הריבית הנמוך מציב את חברות הביטוח בפני תרחיש קיצון, בפרט עבור מבטחים בעלי תיקי ביטוח חיים וסיעוד משמעותיים, אשר מהווה משקולת על שיעורי הרווחיות, הלימות ההון הרגולטורית (סולבנסי 2) ועל פוטנציאל יצור התשואה העתידי. בנוסף, למרות שוקי הון חיובים מאוד בשנת 2019, המשך מתחים גיאופוליטיים, מלחמות סחר, חשש להאטה בצמיחה הגלובלית ואי היציבות הפוליטית בישראל מגדילים את רמות הסיכון בשוק ההון גם לאור רמת המחירים הגבוהה.

בצד החיובי, צמיחת תמ"ג יציבה יחסית ושוק העבודה ההדוק, צפויים לתרום להמשך עלייה שולית בשכר הריאלי, הגוזר היקף הפקדות פנסיוניות והכנסה פנויה גבוהות יותר, אשר יתמכו בהמשך גידול הפרמיות בענף. שיעורי החדירה (פרמיות לתמ"ג), הנמוכים ביחס למדינות מערביות, צפויים להמשיך ולעלות ויתמכו בקצב צמיחת פרמיות גבוה יחסית של 5%-7%.

**בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים רווחיות נמוכה**, שתמשיך להיות מושפעת במידה ניכרת מגורמים אקסוגניים ובראשם תזוזות העקום ותנודתיות התשואות בשוקי ההון בארץ ובעולם. הגבלות רגולטוריות על שיווק מוצרי הריסק כחלק מביטוחי המנהלים, הגבלת תעריפים והמשך עידוד החסכון הפנסיוני באמצעות קרנות הפנסיה צפויים להאט את קצב הצמיחה בענף. בנוסף, אנו צופים המשך לחץ על דמי הניהול, במגזרי הפנסיה והגמל, אשר להערכתנו לא יפוצו במלואן על ידי גידול בנכסים המנוהלים. כנגזר, הרווחיות בענפי הפנסיה והגמל צפויה להמשיך ולהישחק ולפגום ביכולת יצור הרווחים ובבניית הכרית ההונית בחלק מהחברות בענף, כאשר המפתח לשימור הרווחיות ינבע מיתרונות לגודל.

**במגזר ביטוח הבריאות שצמח בצורה מהירה בשנים האחרונות אנו צופים התמתנות מסוימת**, זאת בין היתר בשל הפסקת שיווק פוליסות סיעוד פרט על ידי מרבית החברות בענף, הגבלות על שיווק ביטוחי תאונות אישיות והמשך תחרות מחירים. יחד עם זאת, אנו מניחים כי הענף ימשיך להוות מנוע צמיחה למרבית החברות, אשר יטו את תמהיל התיק לביטוחי הפרט הרווחיים יותר.

**בביטוח הכללי אנו צופים המשך התגברות התחרות** בעיקר בענפי הרכב, אשר תגביל את הרווחיות החיתומית הנמוכה מלכתחילה. בשנה האחרונה החלו לפעול שתי חברות ביטוח דיגיטליות חדשות, שתורמות גם כן לתחרות המחירים בענף, בנוסף לאסטרטגיות שיווק ישיר על ידי חלק מהחברות ושימוש בכלים דיגיטליים, שהובילו לשחיקת תעריפים שלא פוצתה מצד גידול בכמות הפוליסות. להערכתנו מגמות אלו יתרחבו למגזרים נוספים כמו ביטוחי דירה ונסיעות לחו"ל ויובילו ללחץ נוסף על יכולת ייצור הרווחים החיתומיים. חברות הביטוח הגדילו את היקף החשיפה למבטחי משנה בחלק מהסגמנטים גם כתוצאה מעליית סיכון במטרה להנות מתזרים עמלות יציב יותר. אנו מניחים כי מהלך זה ימשיך גם בשנה הקרובה ויגדיל את התלות של החברות במבטחי המשנה.

**בהיבט תמהיל ההשקעות נמשיך לראות השקעות הולכות ונוברות בנכסים שאינם סחירים, בעיקר באמצעות הגדלת חלק האשראי והנדל"ן, תוך המשך הסטת כספים מהשוק המקומי לשווקים הבינלאומיים, וזאת בכדי לנסות ולהשיג תשואות עודפות ולגונן את תיק ההשקעות.**

כלל חברות הביטוח מציגות יחס סולבנסי 2 מעל הדרישה הרגולטורית (100%) אולם קיימת שונות גבוהה בין אלה המוטות ביטוח כללי לעומת ביטוחי חיים. אנו צופים, כי השפעות הריבית הנמוכה ועדכון לוחות התמותה יובילו לשחיקה ביחסים ולירידה מתחת לרמה של 100% בחלק מהחברות ולפגיעה בגמישות העסקית. כנגזר צפוי גידול במינוף לצורך הגדלת ההון הרגולטורי ושימוש בכלים נוספים לצורך הקטנת החשיפות שעלולים להכביד עוד יותר על יכולת יצור הרווח ובניית ההון. אנו מצפים, כי לאור תנודתיות היחס יעשו המבטחים חשיבה מחודשת ביחס לספי חלוקת הדיבידנדים שנקבעו.

חברות הביטוח ימשיכו להשקיע משאבים רבים באימוץ טכנולוגיות, דיגיטיזציה וחדשנות, כאשר ערוץ השיווק הישיר יתפוס נתח משמעותי יותר במוצרי הפנסיה, הרכב והדירות.

**בדומה לענף הבנקאות, מבטחים שלא יאמצו חדשנות טכנולוגית ולא יתאימו את המודל העסקי לאורך זמן, עשויים לחוות שחיקה משמעותית במיצוב העסקי.**

## חברות כרטיסי אשראי

### סביבה עסקית מאתגרת תכביד על תוצאות חברות כרטיסי האשראי בשנה הקרובה עד להתייצבות המודל העסקי

שנת 2019 הייתה שנת מפנה בענף כרטיסי האשראי עם היפרדות ישראל ומקס (לשעבר לאומי קארד) מהבנקים הבעלים ויציאה לדרך עצמאית, וזאת בניגוד לכאל שנהנית מהקלה רגולטורית ולא הופרדה בשלב זה.

אנו צופים, כי שנת 2020 תהווה שנה מאתגרת לחברות אלו, אשר יצטרכו לגוון את מודל ההכנסות ולהתמודד עם שחיקה בהכנסות התפעוליות ועלייה בעלות המקורות.

מצד אחד ישנם מספר גורמים התומכים בהמשך הגידול במחזורי הנפקה והסליקה, נוכח המשך צמצום השימוש במזומן ומעבר לאמצעי תשלום דיגיטליים, גידול בצריכה הפרטית אם כי בקצב נמוך מבעבר, שוק העבודה ההדוק ועלייה בשכר הריאלי ומעבר לקניות מקוונות. מנגד, המשך הירידה בעמלה הצולבת, גידול בכח המיקוח של לקוחות גדולים, מועדונים ובנקים אל מול החברות, והגדלת פעילותם של מאגדים, צפויים להמשיך ולשחוק לאורך זמן את רכיב ההכנסה התפעולית ממקור זה, ולא לצמצם את החברות לגוון את בסיס ההכנסות ולשנות את פרופיל הסיכון בעיקר בתחום האשראי.

המשך גידול השימוש באפליקציות התשלומים, על אף שהוגבל על ידי בנק ישראל בשנים הקרובות, לא צפוי להשפיע מהותית על תוצאות החברות בטווח הקצר, היות והן מתבססות על תשלומים דרך כרטיסי האשראי וחלקן מתוך סך העסקאות עדיין שולי. יחד עם זאת, בטווח הארוך יותר הדבר עלול להוביל לפגיעה בקשר הישיר מול לקוח הקצה ובתי העסק, ולשחוק בצורה חדה יותר את ההכנסות.

הסכמי התפעול החדשים מול המערכת הבנקאית יובילו להערכתנו לרווחיות נמוכה יותר בכרטיסים אלו ולהמשך פיתוח הכרטיסים החוץ בנקאיים, שמשקלם ימשיך ויעלה מסך המחזור גם בשנת 2020.

מנוע הצמיחה העיקרי של הענף בטווח הקצר הינו המשך הגידול בתיק האשראי הצרכני ולעסקים קטנים הנסלקים על ידן. להערכתנו, משקל ההכנסות מריבית מסך ההכנסות ימשיך לגדול, אולם גידול זה ישתקף גם בהגדלת תיאבון הסיכון, כך שבמקביל לגידול הצפוי בהכנסות מריבית צפויה עלייה בשיעורי הכשל ובשיעור הוצאות להפסדי אשראי. זאת גם לאור העלייה בסיכון משקי הבית, בין השאר בשל חוק חדלות הפירעון החדש והעלייה במינופם.

השארית כאל תחת מעטפת בנקאית בשנים הקרובות יוצרת לה יתרון תחרותי מובנה, נוכח נגישות ועלות מקורות זולה יותר ביחס לישראל ומקס, שספגו ויספגו עלייה בעלות המקורות ביחס לעבר. עלייה זו, תעיב בשנת 2020 על הרווחיות של שתי החברות ועל יכולתן לשפר את שיעורי הרווחיות.

אנו מניחים כי מקס וישראל יציגו רווחיות נמוכה יותר ביחס לשנים קודמות, בשל השחיקה הצפויה בהכנסות התפעוליות מסליקת עסקאות כאמור, ופגיעה במרווח הפיננסי כתוצאה מעלייה בעלות המקורות, גידול בהוצאות להפסדי אשראי ועלויות מיתוג ושיווק גבוהות מבעבר.

להערכתנו המודל העסקי של החברות (שאינן מנועות רגולטורית) יתפתח בשנים הקרובות בכיוונים הבאים: מערך תשלומים לאורך כל הספקטרום, המשך גידול בתיק האשראי הצרכני ו-SME, שיווק פוליסות ביטוח ושירותים פיננסיים נוספים. אולם בשנת 2020 בסיס ההכנסות יוותר מוטו לעמלות תפעוליות מפעילות כרטיסי אשראי, כאשר עיקר הצמיחה בבסיס ההכנסות ינבע מהגידול המהיר בתיק האשראי והמשך עליית הריבית השולית בחלק מהחברות.

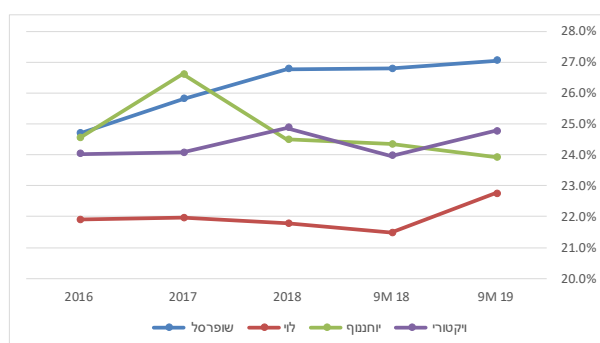
לאחר שעבר החברות שמרו על עודפי הון משמעותיים תחת הבנקים הגדולים, בסמוך ולאחר ההפרדה מקס וישראל הקטינו משמעותית את ההון העצמי כתוצאה מחלוקת דיבידנדים מהותית תוך שחיקת יחסי הלימות ההון הרגולטוריים. אולם, אלו צפויים להיות בפער הולם ביחס לחסם הרגולטורי וימשיכו לתמוך בצמיחה המהירה בתיקי האשראי בשנת 2020. קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון תיוותר טובה בשנה הקרובה בהתאם לתרחישי הקיצון של מידורג.

אנו סבורים כי תמיכת בנק ישראל בתקופת הינוקא של החברות המופרדות תמשך גם בשנה הקרובה, כאשר הבנק נקט באמירות מפורשות בדבר חשיבות העצמאות של החברות, איתנותן הפיננסית, וזם הקלות שונות התומכות בגמישות העסקית והפיננסית. על אף המיצוב הטכנולוגי הטוב יחסית שלהן, אנו צופים כי שמירה על חדשנות טכנולוגית ושיפור הצעת הערך ללקוח תהווה את אחד

האתגרים המרכזיים לענף בשנים הקרובות. חברות שלא יעשו כן עשויות לחוות פגיעה משמעותית במיצוב העסקי ובפרט במידה וענקיות הטכנולוגיה העולמיות יכנסו לארץ עם התבססות תקן ה-EMV בשנים הקרובות.

## קמעונאות מזון

קמעונאות המזון: רווח גולמי / סך הכנסות



אנו עדים להתמתנות התחרות בענף ביחס לעבר וזו צפויה להשאר כך בשנת 2020. בשנה האחרונה ראינו עליות מחירים תוך שיפור ברווחיות הגולמית של קמעונאות המזון. בסביבה של צמיחה פנימית נמוכה במונחים ריאליים, כפי שמתבטאת בצמיחת המכירות בחנויות זהות אצל מרבית הרשתות, קמעונאות המזון תרות אחר מקורות צמיחה במטרה לבסס יתרונות לגודל. לכן, אנו מעריכים כי הגידול בשטחי המסחר שאפיין את שנת 2019 יימשך גם לתוך שנת 2020.

הגידול בשטחי המסחר ממריץ את תחרות. בשל כך אנו רואים את מהלכיה של רשת יינות ביתן למכירת סניפים כגורם מצנן לתחרות בענף. המגמות התומכות בשיפור רווחיות רשתות המזון הינו תמהיל סל מוטל לכיוון מוצרי פרימיום, תוצר בין השאר של נתוני מאקרו חזקים, וכן התמתנות מבצעי המכירות - שניהם תומכים בעליית המכר הכספי. הגורמים המעיבים על הרווחיות כוללים צמיחה פנימית מתונה (צמיחת חנויות זהות), אשר מידרוג מעריכה כי תעמוד בטווח של 1%-2% בשנת 2020, וכן את התרחבות הרשתות כאמור. להערכתנו, הסניפים העירוניים יוסיפו ליהנות מרווחיות גבוהה יחסית ותחרות מתונה גם בשנה הקרובה, נוכח יתרונות מובנים, בפרט אצל רשתות בעלות הצעת ערך מגובשת ההולמת את קהל היעד. בזירת החנויות המוזלות, המהווה מזה זמן את ליבת שוק הקמעונאות, התחרות תיוותר גבוהה להערכתנו.

מגרש האון-ליין שעודנו בתולי יחסית בישראל, נושא חסמי כניסה גבוהים בהשוואה לחנויות הפיזיות. אנו לא מעריכים צמיחה ניכרת בתחום זה בשנת 2020, למעט אצל מובילת שוק האון ליין בענף, רשת שופרסל. להערכתנו, היכולת של שחקניות קטנות ובינוניות להיכנס לתחום אינה מובנת מאליה כלל, נוכח השקעות גבוהות נדרשות ואתגרים ניהוליים בתחום הלוגיסטי.

## רכב וליסינג

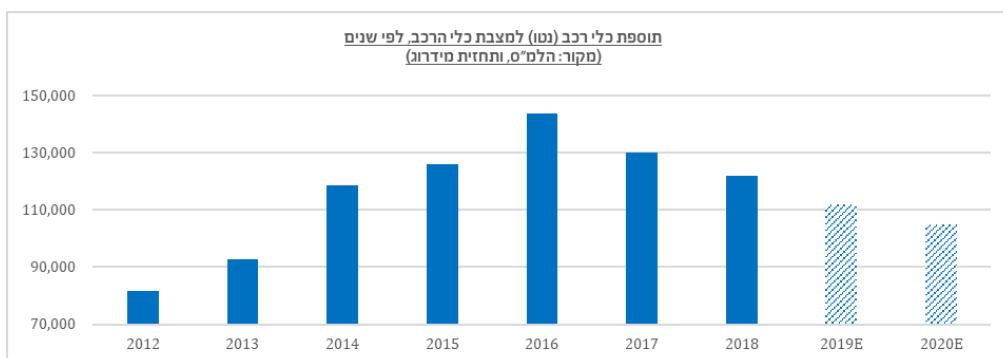
מידרוג מעריכה כי בשנים הקרובות שוק הרכב בישראל צפוי לחוות הגברה של הרגולציה אשר תציב בלמים לענף הרכב לכול אורכו, תוך הכבדת נטל המס על רכישות רכבים חדשים ויצירת מנגנונים לתיעודף תחבורה ציבורית, בדמות צמצום נתיבי נסיעה לטובת תחבורה ציבורית ושיתופית, אגרת גודש בגוש דן ומיסוי חניה חניות פרטיות. מהלכים אלו מצויים בקורלציה הפוכה עם רמת ההכנסה ועל כן השפעתם על הביקוש בשוק המשני גבוהה יותר בהשוואה להשפעתם בשוק כלי הרכב החדשים.

היקף המסירות של כלי רכב פרטיים בשנת 2019 צפוי להסתכם בכ- 255 א' כלי רכב, ירידה של כ- 5% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. המסירות בישראל של כלי רכב חדשים השלימו ירידה מצרפית של כ- 12% בשלוש שנים האחרונות מידרוג מעריכה כי מגמה זו צפויה להמשיך גם לשנת 2020. להערכתנו, הסיבות לירידה בביקוש לכלי רכב חדשים הן התייקרות ריאליית של כלי הרכב נוכח עליה בנטל המס בכלל ועל כלי הרכב הקטנים בפרט וכן מידת רוויה בביקושים בשל הגודש בכבישי ישראל, לצד עידוד הנסיעה בתחבורה ציבורית ושיתופית אשר צפויים להמשיך ולהכביד על הביקוש לכלי רכב גם השנים הקרובות.

מידרוג מעריכה שהאתגרים עמם מתמודדים יצרני הרכב הבינ"ל, בדמות החמרת הרגולציה הירוקה השקעות גבוהות בהחלפת קווי ייצור ובפיתוח הרכב החשמלי, וזאת ברקע ירידה במסירות כ"ר בשווקים המפותחים צפויה לחלחל גם ליבואני הרכב בשוק המקומי ולהכביד על תנאי הסחר. בשל כך אנו מעריכים התייקרות במחירי הרכב החדשים בשנת 2020, בשילוב גם עם התאמת נוסחת המס הירוק. מידרוג אינה צופה חדירה משמעותית של כלי רכב חשמליים בשנים 2020-2021 נוכח עלויות ייצור גבוהות וכן מגבלות היצע וביקוש צפויים. עם זאת הערכתנו כי רכבים חשמליים צפויים לתפוס נתח מהותי של בין 23% - 40% מהמסירות בישראל עד שנת

2025, גבוה מהיעד שקבעה הממשלה. מדיניות המס המקומית תהווה שחקן משמעותי בקביעת הביקוש וקצב החדירה של רכבים חשמליים לישראל.

ענף הליסינג חווה בשנים האחרונות צמצום ריאלי מסך מצבת כלי הרכב בישראל לצד התייצבות הביקוש נוכח מיצוי רפורמת שווי שימוש לצד המשך צמיחה טבעית בשוק המקומי. הערכתנו כי התוצאות החיוביות של חברות הליסינג צפויות להימשך לתוך שנת 2020. החדירה הצפויה של רכבים חשמליים בטווח זמן הבינוני צפויה להוות אתגר מסוים עבור חברות הליסינג נוכח הלחץ הצפוי על ערכי הגרט של רכבי הבעירה הפנימית. הערכתנו היא כי נוכח המח"מ הקצר יחסית של חברות הליסינג, יש ביכולתן להתמודד בצורה סבירה עם כניסתם של כלי הרכב חשמליים לישראל.

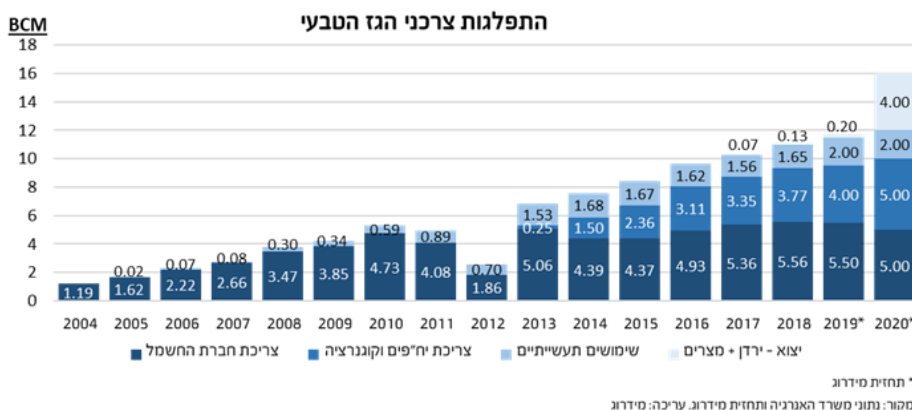


## גז טבעי

### התחרות בענף הגז הטבעי הולכת וגוברת כתוצאה מהפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן

מגמת הצמיחה בביקושים לגז טבעי שאפיינה את המשק הישראלי בשנים האחרונות צפויה להמשיך גם בשנת 2020 ולהיתמך ברגולציה המובילה להעדפת גז טבעי על פני דלקים אחרים, וכן בהמשך גידול בביקושים לגז טבעי בסקטור החשמל, המהווה את הצרכן העיקרי במשק - כ-83% מסך צריכת הגז הטבעי הינה על ידי יצרני חשמל בשנת 2018. להערכתנו, שנת 2019 צפויה להסתכם בהיקף צריכה כולל של כ-11.5 BCM, גידול של כ-3.5% לעומת שנת 2018.

לאור הפעלתו המסחרית הצפויה של מאגר לווייתן בסוף שנת 2019, יגדל היקף ההיצע בכ-100% ויסתכם ביכולת הפקה שנתית במשק של כ-23 BCM, בעוד שלהערכתנו, הביקושים המשקיים לגז טבעי יסתכמו בכ-12 BCM בלבד. כתוצאה מכך, צפוי להיווצר עודף היצע משמעותי בשוק המקומי, אשר יוביל להתעצמות התחרות בענף, שאת ניצניה ניתן היה לראות במחירי הגז הטבעי בחוזים החדשים שנחתמו לאחרונה. ייצוא הגז הטבעי למדינות השכנות, מצרים וירדן, צפוי למתן במידה רבה ואף לווסת את רמת התחרות בענף. להערכתנו, בשנת 2020 סך ייצוא הגז הטבעי ינוע בין 3.5-4.5 BCM, ויושפע בעיקר מייצוא הגז למצרים. כיום, היקף החוב הפיננסי בענף הגז הטבעי מסתכם בעשרות מיליארדי שקלים, ולהערכתנו, צרכי המימון בענף, לרבות מחזורי חוב, ינועו בטווח שבין 3.5-4.5 מיליארד דולר בשנת 2020, כאשר מרבית החוב אשר יגויס צפוי לשמש למחזור החוב ששימש לפיתוח מאגר לווייתן.



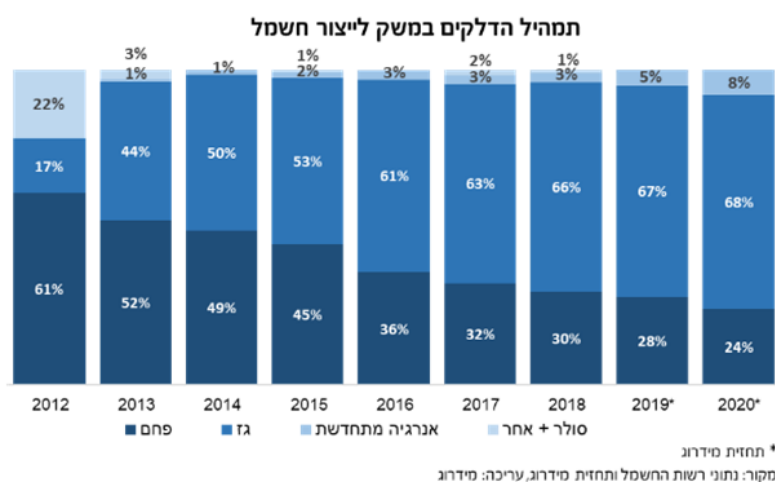


## סקטור החשמל

### צרכי מימון משמעותיים במשק החשמל לאור יישום הרפורמה והגדלת נתח השוק של יח"פים, תוך פיתוח מואץ של אנרגיות מתחדשות

משק החשמל נמצא בעיצומה של רפורמה שיצאה לדרך ביולי 2018, וצפויה לשנות את פניו של משק החשמל בכלל ושל חברת החשמל בפרט. אחד הנדבכים המרכזיים ברפורמה הינו צמצום כוחה המונופוליסטי של חברת החשמל במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של החברה כמונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. כפועל יוצא, נתח השוק של יצרני החשמל הפרטיים צפוי לגדול משמעותית בשנים הקרובות, מכ-30% כיום לכ-35% בשנת 2020 וכ-55%-60% בשנת 2025, כאשר מכירת אתר אלון תבור הייתה הסנונית הראשונה (מבין 5 אתרים), ובשנה הקרובה צפוי להימכר אתר רמת חובב ולאחר מכן עוד 3 אתרים נוספים (אשכול, רידינג, וחגית מזרח), על פני שלוש שנים. כמו כן, בשנת 2020 צפויה לקום חברה עצמאית לניהול המערכת, אשר תוכל לקבל החלטות אוטונומיות לרווחת המשק, הנסמכות על היבטים כלכליים רוחביים ולהיטיב עם צרכני החשמל בישראל. תמהיל הדלקים במשק החשמל צפוי להמשיך להיות מוטה גז טבעי בעיקר לאור רגולציה תומכת, שמובילה להעדפת גז טבעי על פני דלקים אחרים (בעיקר פחם), כאשר נכון לשנת 2018, כ-66% מסך החשמל יוצר באמצעות גז טבעי. אנו צופים כי לאור הפעלתו המסחרית של מאגר "לווייתן", מגמה זו צפויה להימשך, כאשר להערכתנו, כ-68% מסך החשמל ייוצר באמצעות גז טבעי בשנת 2020. בד בבד, שיעור ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתוך סך ייצור החשמל במשק צפוי להמשיך ולגדול בקצב מואץ ולהסתכם בכ-8% עד שנת 2020, בהשוואה לכ-5% בשנת 2019 וכ-3% בשנת 2018, בין היתר, לאור המעבר למרכזים סולאריים במסגרת האסדרה החדשה.

הביקוש לחשמל גדל בשיעור שנתי ממוצע של כ-2.85% בחמש השנים האחרונות ואנו צופים המשך צמיחה בשיעור דומה. לאור מגמת הגידול בביקושים, קיים צורך בתכנון מידי של כושר ייצור נוסף על מנת לספק את צרכי המשק לטווח הארוך, זאת לצד השקעה מאסיבית בתשתיות ההולכה והחלוקה שתשפר את איכות ואמינות אספקת החשמל במשק ותאפשר כניסה רחבה של יצרני חשמל פרטיים. להערכתנו, על מנת לתמוך בביקושים הגדלים במשק, תוך קידום יעדי משרד האנרגיה ולצד התפתחותן של חברות תשתיות האנרגיה המקומיות הפועלות בארץ ובעולם, צרכי המימון לרבות מחזורי חוב, ינועו בטווח שבין 7-9 מיליארד ש"ח, בשנת 2020.



## טלקום

ענף הטלקום צפוי להמשיך להוות ענף רווי אתגרים נוכח התחרות העזה בכל המקטעים וזאת ברקע שני אתגרים משמעותיים הכוללים את מעבר תשתית האינטרנט הנייחת לסיבים אופטיים ושרדוג תשתית הסלולר לדור 5. מתווה משרד התקשורת לפריסת הסיבים האופטיים במדינת ישראל, המבטל את חובת האוניברסליות מחברת בזק ומייצר קרן לסיוע בפריסה באזורים בעלי כדאיות כלכלית נמוכה, הינו צעד ראשון בניסיון להחזיר את השוק לאיזון, מידרוג מעריכה כי לאור מצב החברות בענף, ללא שינויים מבניים משמעותיים, שוק הטלקום ימשיך לסבול מחוסר איזון בין השקניות בענף בטווח זמן הקצר עד הבינוני.

נתח השוק של שידורי ה-OTT בישראל צפוי להערכתנו לגדול בשנת 2020 לכשליש מנויי הטלוויזיה הרב ערוצית בישראל, לאחר שבשנת 2018 עמד על כרבע מסך המנויים. טכנולוגיית OTT עדיין סובלת מנחיתות מסוימת נוכח קצב ונפח העברת הנתונים (היכולת לשדר למספר טלוויזיות בו זמנית), אשר עשויה להצטמצם עם המעבר לשימוש ברשת הסיבים האופטיים. תוך שנים ספורות, עם פריסת רשת הסיבים והמעבר הצפוי של "Yes" לשידור בטכנולוגיית OTT צפויה טכנולוגיה זו להיות המובילה בשידורי טלוויזיה בישראל. שחקניות התוכן הבינלאומיות Netflix, Disney + ו-Apple TV צפויות להוות שחקניות גם בשוק המקומי, אם כי להערכתנו בטווח הזמן הקצר הן יהוו בעיקר מוצר משלים לצד שחקניות התוכן המקומיות נוכח היעדר תוכן בשפה המקומית בתחום שידורי ילדים והספורט.

התחרות בסלולר צפויה להימשך במלוא הכוח, כאשר מגזר השירותים המשיך לרשום ירידה בהכנסה הממוצעת למנוי עם שיעורי נטישה גבוהים. להערכתנו, שנת 2020 צפויה להציג רמות מחיר דומות למוצאע 2019. העלאת מחירים בעתיד הנראה לעין הינה מתקבלת על הדעת, אולם בד בבד השאיפה של המתחרות לשמור על בסיס המנויים תימנע העלאה גורפת של מחירים. פריסתה של רשת דור 5 צפויה להשית על חברות הסלולר השקעות קפיטליות מהותיות בטווח הבינוני. השקעות אלו צפויות להתווסף להשקעות הקפיטליות שמבצעות חברות הסלולר סלקום ופרטנר בפריסת הסיבים האופטיים ועלויות החדירה לשוק הטלוויזיה הרב ערוצית. אנו מעריכים כי לנוכח האתגרים לעיל, הצורך בחיזוק האיתנות של השחקניות בענף יהווה מנוע לשינוי מבני בדמות מיזוגים ורכישות, כאשר כל פתרון אחר של התערבות יזומה לייצוב השוק נראית בעינינו פחות סבירה.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>