

השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל

דוח מיוחד - הערת ענף | יוני 2022

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 המתדולוגיים. 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:

מיכאל בן זקן
אנליסט

Michael.b@midroog.co.il

אורית תשובה

ראש צוות בכירה

Orit.teshuva@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

עליות הריבית ישפיעו לשלילה על שיעורי ההיוון של חברות הנדל"ן המניב בישראל, אולם בטווח הקצר מידרוג אינה צופה השפעה מהותית על הדירוגים בשל כך.

עיקרי הדברים

- » האינפלציה ל-12 החודשים האחרונים בישראל עומדת על 4.1%, נמוכה משמעותית מארה"ב וגוש האירו, אך עדיין גבוהה מהיעד העליון של האינפלציה. כתוצאה מכך העלה בנק ישראל בחודשים האחרונים את הריבית פעמיים, כאשר בהעלאה מה-23.05.2022 עלתה הריבית ב-0.4% לרמה של 0.75%; על פי תשואות האג"ח הממשלתי, תשואת אג"ח ממשלתי במח"מ שנה משקפת ריבית של כ-1.59% בטווח של שנה
- » הנגישות של חברות הנדל"ן המניב בישראל לאשראי זול יחסית באמצעות שוק החוב הקונצרני, היתה חזקה מאוד בשנים האחרונות, לרבות לאורך מרבית תקופת הקורונה, ואפשרה לחברות למחזר התחייבויות בעלויות מימון נמוכות יחסית, למחמים ארוכים יחסית, ולהצטייד במזומנים. מגמה זו המשיכה עד לפתיחת המרווחים לאחרונה. להערכת מידרוג, למרות פתיחת המרווחים ושחיקה בגמישות הפיננסית של החברות, רמת המרווחים הנוכחית, הנזילות שבידי חברות הנדל"ן ומבנה לוח הסילוקין מצביעים על נגישות לשוק ההון למרבית החברות כתלות בפרופיל האשראי.
- » נכון ל-22.06.2022 היקף הערך ההתחייבותי של אג"ח חברות עם פעילות נדל"ן מניב בישראל (כולל חברות בהן יש גם פעילות בחו"ל) עומד על כ-110.6 מיליארד ש"ח, מתוכו כ-83% צמוד למדד ובמח"מ משוקלל של כ-4.4%. העלייה באינפלציה והעלאות הריבית צפויות להביא לעלייה בעלויות המימון של חברות הנדל"ן המניב. בטווח של שנה קדימה, ההשפעה של העלאת הריבית על תזרימי המזומנים של חברות הנדל"ן המניב צפויה להתמתן למול ההשפעה החיובית של העלייה בהכנסות השכירות כתוצאה מהצמדת חלק מהחוזים לאינפלציה ולכן מידרוג אינה צופה השפעה שלילית על תזרימי המזומנים של החברות.
- » כמו-כן העלאת ריבית עשויה להוביל לעליה בשיעורי ההיוון לנכסי החברות ופגיעה בשווי הנכסים בישראל. נראה כי שיעורי ה-CAP הגלומים בעסקאות נמוכים משיעורי ההיוון בספרים. להערכת מידרוג, שיעורי ההיוון כיום בספרים הינם מתונים ומותירים מרווח מספק. לאור זאת, בישראל להערכתנו לא צפוי שינוי מהותי בתרחיש הבסיס ביחס לנכסים ולא צפויה השפעה משמעותית של עליה בשיעורי ההיוון על דירוגי החברות המדורגות. יש לציין כי בבחינת יחסי המינוף של המנפיקים המדורגים, מידרוג בוחנת גם תרחישי רגישות לגבי שווי של נכסי נדל"ן להשקעה, בין היתר כתלות במאפייני הנכסים, שיעורי ההיוון של הנכסים והמגמות שאנו צופים בשווקים השונים.
- » הסיכון הפוטנציאלי להאטה כלכלית עולמית בשנה הקרובה מהווה להערכת מידרוג איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל בטווח הקצר-הבינוני, לאור חשיפה לא מבוטלת של ענף המשרדים להייטק הישראלי שתרם בחדות לדחירת דמי השכירות בשנה-שנתיים האחרונות, בעיקר בריכוזי הייטק הבולטים באיזור תל אביב. ענף הייטק מאופיין במחזוריות חדה בשל מאפייני החדשנות ועתירות השקעות, והוא חשוף מאוד להאטה עולמית בשווקי ההון.

העלייה בשיעור האינפלציה והריבית צפויה להגדיל את עלות המימון של החברות לצד השפעה חיובית של האינפלציה על הכנסות החברות אשר צפויה למתן את ההשפעה השלילית על תזרים המזומנים

האינפלציה ל-12 החודשים האחרונים בישראל עומדת על 4.1%, אינפלציה הנמוכה מארה"ב וגוש האירו, אך עדיין גבוהה מהיעד העליון של האינפלציה. על פי האינפלציה הגלומה בשוק ההון, האינפלציה צפויה לעמוד ב-3-1 השנים הקרובות בטווח של 2.9%-3.78%. במטרה לבלום את המשך עליית האינפלציה ולצנן את הביקושים, וכן בתגובה למהלכים דומים בארה"ב ובאירופה, העלה בנק ישראל בחודשים האחרונים את הריבית פעמיים, כאשר בהעלאה מה-23.05.2022 עלתה הריבית ב-0.4% לרמה של 0.75%. על פי תחזית מחלקת המחקר של בנק ישראל¹ מאפריל 2022, הריבית צפויה לעמוד על כ-1.5% בטווח של 12 חודשים.

העלאות הריבית שבוצעו, העלאות ריבית צפויות נוספות וצפי להישארות האינפלציה לפחות בטווח העליון של יעד האינפלציה, כל אלו צפויים להוביל לעליית עלות המימון של חברות בגיוסים עתידיים. בשלושת החודשים האחרונים ירדו מחירי אגרות החוב של חברות הנדל"ן המניב להן פעילות בישראל בכ-4% והן משקפות מרווח ממוצע משוקלל מעל ממשלתי של כ-1.9%. המשקף פתיחת מרווחים. כ-83% מאגרות החוב הנ"ל הינן אגרות חוב צמודות מדד, דבר אשר מגדיל את עלויות המימון של החברות כבר בעת הנוכחית.

בטווח הקצר-בינוני, העלייה באינפלציה נושאת השפעה חיובית על הכנסות חברות הנדל"ן המניב, מכיוון שמרבית חוסי השכירות בנדל"ן המסחרי בישראל צמודים למדד המחירים לצרכן. עד לחידוש חוסי השכירות, ובהנחת שיעור הצמדה סביר, הפרשי ההצמדה מובילים להגדלת הכנסות מבלי שתחול פגיעה בשיעורי התפוסה. השפעה זו ממתנת את ההשפעה של האינפלציה להגדלת עלויות המימון. בשל כך מידרוג אינה צופה בטווח של שנה קדימה פגיעה בתזרים של חברות נדל"ן מניב בישראל כתוצאה מהעלייה בריבית. יש לציין, עם זאת כי האינפלציה מביאה לפגיעה בהון העצמי בשל שערך ההתחייבויות בגובה המדד.

בטווח הזמן הבינוני-ככל שהחשש ממיתון ילך ויתממש, הרי שמיתון ממושך מעלה את סיכון הביקושים לשטחים נדל"ן מסחריים וכך גם הסיכון לעלייה בעומס השכירות על השוכרים, בפרט בתחום המסחר הקמעונאי שרגיש מאוד לפרמטר זה.

על אף פתיחת המרווחים הפוגעת בנגישות החברות לשוק ההון להערכתנו עדיין קיימת נגישות למרבית החברות כתלות בפרופיל האשראי

הנגישות של חברות הנדל"ן המניב בישראל לאשראי זול יחסית באמצעות שוק החוב הקונצרני, היתה חזקה מאוד בשנים האחרונות, לרבות לאורך מרבית תקופת הקורונה, ואפשרה לחברות למחזר התחייבויות בעלויות מימון נמוכות יחסית, למחמים ארוכים יחסית, ולהצטייד במזומנים. מגמה זו המשיכה עד לפתיחת המרווחים לאחרונה.

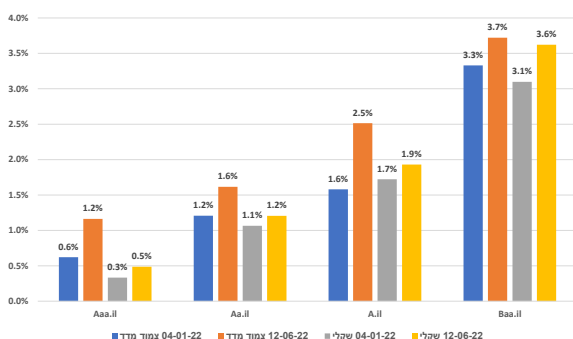
על פי ניתוח לוחות הסילוקין, בשנים 2022-2035 (החל ממועד הדוח), סך פירעונות הקרן של החברות שנבחנו על כ-109.4 מיליארד ש"ח. בשנים 2022-2024 צפויים להיפרע כ-28% (כ-30 מיליארד ש"ח) מתשלומים אלה ועד 2026 צפויים להיפרע כ-55% מתשלומי הקרן (כ-60 מיליארד ש"ח). פריסת לוח הסילוקין מראה כי בשנים הקרובות כ-13% מסך החוב נפרע כל שנה. חברות יצטרכו לפעול למחזור חוב בתנאי שוק שונים משנים עברו שיתבטאו בשיעורי מימון גבוהים יותר.

עם זאת, ועל אף פתיחת המרווחים, רק כ-0.04% מאגרות החוב האמורות נסחרות בתשואה שמסקפת מרווח של מעל 7% וכ-3.1% מעל מרווח של 5%, דבר אשר צפוי לאפשר לחברות למחזר את החוב גם בתנאי השוק הנוכחיים.

להערכת מידרוג, למרות פתיחת המרווחים ושחיקה בגמישות הפיננסית של החברות, רמת המרווחים הנוכחית, הנזילות שבידי חברות הנדל"ן ומבנה לוח הסילוקין מצביעים על נגישות למרבית החברות כתלות בפרופיל האשראי.

¹ תחזית מחלקת המחקר של בנק ישראל

תרשים 2: מרווח מממשלתי - ממוצע יוני 2022 מול ינואר 2022 לפי קבוצת דירוג (סך אגח קונצרני מדורג), במיליוני ש"ח



תרשים 1: פירעונות קרן אג"ח של חברות נדל"ן מניב, במיליוני ש"ח



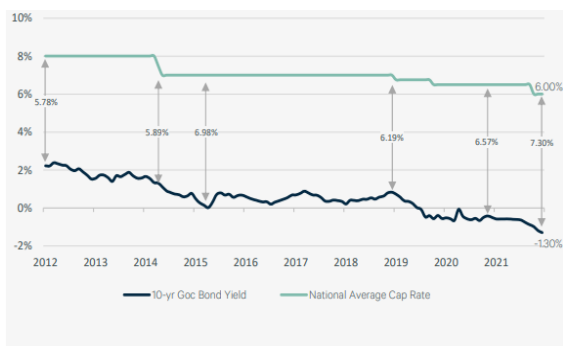
עיבוד: מידרוג

העלייה בשיעור הריבית עשויה להעלות את שיעורי ההיוון ולהביא לפגיעה בשווי נכסי החברות בטווח הבינוני- ארוך

העלאת הריבית עשויה להביא לעליית התשואות בהן מהווים את נכסי החברות (להלן: "שיעור ההיוון" או "Cap Rate") ולפגיעה בשווי הנכסים. העלאת שיעור ההיוון נועדה לשקף את עליית פרמיית הסיכון עבור תזרימי המזומנים העתידיים, בשל החשש מהאטה או אף מיתון, והיא למעשה תמונת מראה של עליית הריבית. מנגד, ישנם מספר גורמים אליהם יש לשים לב אשר ממתנים סיכון זה. ראשית, על אף שבישראל לא מתבצעות הרבה עסקאות משמעותיות בתחום הנדל"ן המניב, ממרבית העסקאות המבוצעות, נראה כי שיעורי ההיוון הגלומים בעסקאות נמוכים משיעורי ההיוון בספרים, כמו גם ושיעור ההיוון הגלומים בשווי החברות. לכן, להערכתנו, שיעורי ההיוון כיום בספרים הינם שמרניים יחסית ומותירים מרווח מספק. בנוסף, שיעורי ההיוון עשויים להיות מושפעים גם מגורמים נוספים שממתנים השפעה שלילית אפשרית של עלייה בשיעורי הריבית כמו: היקף ההון הנזיל לביצוע השקעות/רכישות, חלופות השקעה אחרות והתשואה הנגזרת מהן ביחס לתשואה מנדל"ן, ביקושים לשכירות בנכסים ושיעורי התפוסה ומגמת דמי השכירות בנכסים אשר יכולה לפצות על עלייה בשיעורי הריבית ולשמר את שווי הנכס. בהנחה של עלייה בשיעורי ההיוון, גידור לסביבה האינפלציונית הנוכחית, כנגד ירידה אפשרית בשווי הנכסים, תדרוש העלאת שכר הדירה בשיעור מספק לעומת העלייה בשיעור ההיוון.

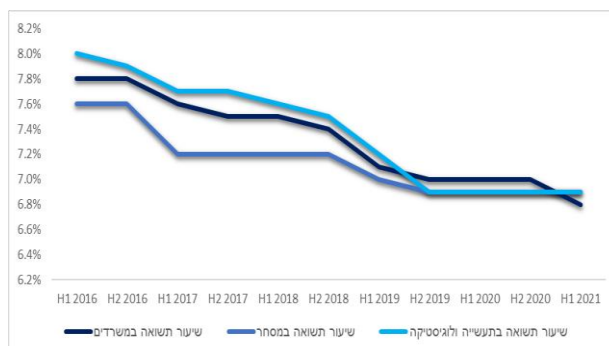
בישראל להערכתנו לא צפויה השפעה משמעותית של עליה בשיעורי ההיוון על דירוגי החברות המדורגות ולהערכתנו לא צפוי שינוי מהותי בתרחיש הבסיס ביחס לנכסים בישראל, כתלות במאפייני הביקוש, שיעורי התפוסה ומגמות בדמי השכירות. בבחינת יחסי המינוף של המנפיקים המדורגים, מידרוג מיישמת תרחישי רגישות לגבי שווי של נכסי נדל"ן להשקעה, בין היתר כתלות במאפייני הנכסים, שיעורי ההיוון של הנכסים והמגמות שמידרוג צופה בשווקים השונים.

תרשים 4: מרווח בין ה-Cap Rates לתשואות האג"ח



מקור: CBRE

תרשים 3: שיעורי ההיוון השמאי הממשלתי



מקור: השמאי הממשלתי, עיבוד: מידרוג

האטה מתמשכת של ענף ההיי טק הישראלי מהווה איום פוטנציאלי על ענף המשרדים בערים מוטות הטק

עם שוך מגיפת הקורונה, ענף הנדל"ן המניב בישראל מציג ביצועים תפעוליים טובים בדמות עלייה בדמי השכירות במשרדים ועלייה בפדיונות במרכזים המסחריים, זאת בזכות ההתאוששות המהירה של המשק הישראלי ממגיפת הקורונה. סקטור המשרדים המרכיב את עיקר הנכסים בישראל של חברות הנדל"ן המניב זכה לרוח גבית חזקה בשנתיים האחרונות מצד הצמיחה המהירה בענף ההייטק המהווה את הקטר המניע את המשק הישראלי. מגמה זו בולטת בעיקר בשוק המשרדים בתל אביב שהפגין עליות מחירים גבוהות מאוד בשנה האחרונה ובפערים גבוהים בהשוואה לטריטוריות מרוחקות מתל אביב. להערכת מידרוג, ההאטה המסתמנת בענף ההיי טק בישראל, כפי שמתבטאת בנסיגה בשווי השוק של החברות, בהאטת גיוסי ההון וגיוס העובדים מעלה סיכון על ענף המשרדים. בפרט, התממשות החשש להאטה עולמית מתמשכת תעצים את המחזור השלילי בענף ההייטק והדבר מהווה איום על יציבות ענף המשרדים במונחי תפוסות ומחירים. בעיקר נכון הדבר לאזורים מוטי הייטק, ובעיקר באיזור תל אביב.

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן למסחר, מרץ 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[השפעת התפרצות הקורונה על ענף המלונאות - דוח מיוחד - הערת ענף - מאי 2020](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 30.06.2022

© 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 וכאלה 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 ביעוץ 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 מכוון 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>