

תחזית מידרוג לשנת 2023



דצמבר 2022



1. לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיק/ים 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.

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוגים 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:

אנשי קשר:
סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן ומנהלת פעילות הדירוג
i.sigal@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
Itay.navarra@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 מימון מובנה ומוצרים נוספים
Moty.c@midroog.co.il

הקדמה

שנת 2022 התאפיינה בעלייה בסביבת הריבית ברחבי העולם על ידי הבנקים המרכזיים במטרה לרסן את האינפלציה. סביבת האינפלציה בעולם הייתה גבוהה והלכה והתגברה במהלך השנה, כתוצאה מהמשך הבעיות בשרשראות האספקה וממשבר האנרגיה כתוצאה מהמלחמה במזרח אירופה. המשק הישראלי רשם ביצועים טובים ביחס לעולם בשנת 2022. רמת התוצר עלתה לפי הערכות הבנק המרכזי בכ-6% ונמצאת מזה מספר רבעונים מעל מגמת הצמיחה טרום משבר הקורונה. (איור 1)

שווקי המניות בעולם רשמו לאורך השנה ירידות שערים משמעותיות. תחילת הירידה מיוחסת לאי הודאות הרבה שנוצרה כתוצאה מעלייה בסביבת האינפלציה ותחילת המלחמה באירופה. השווקים המשיכו להגיב באופן שלילי לדיווחי הפד בנוגע למדיניות המוניטרית שכבר בתחילת 2022 אותת על עליות ריבית משמעותיות. הבורסה הישראלית רשמה את הירידה הנמוכה ביותר בין המדדים הגלובליים (איור 2).

בשנת 2023, בהתאם לתחזית קרן המטבע הבינלאומית, הציפייה היא להתמתנות בפעילות העולמית ובפרט באירופה, בעקבות הסביבה המוניטרית המקשה ואודות התמשכות משבר האנרגיה. ישראל בניגוד למדינות מפותחות אחרות נמצאת במצב מאקרולכלכלי נוח, ההתמתנות צפויה להיות מוגבלת ולהיות מורגשת בעיקר במחצית השנייה של 2023 (איור 3). הרמה הגבוהה של יצוא שירותי הייטק עשויה להתמתן בעקבות ירידת ביקושים עולמית. סימן ראשון לכך הוא ירידה בהזמנות מחו"ל לפי סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס. מנגד, המשך יצוא בטחוני גבוה, צריכה פרטית גבוהה הנובעת מריבוי אוכלוסייה מהיר והגירה לישראל כמו גם הוצאה ממשלתית נרחבת על רקע חילופי השלטון ונתוני תקציב טובים בשנת 2022. פעילות כלכלית איתנה בשנת 2022, שוק עבודה הדוק יחד עם רמת גירעון נמוכה מאז 2008 מסייעים לבנק המרכזי להתמודד עם האינפלציה על ידי העלאות ריבית משמעותיות. רמת הריבית במשק עומדת על 3.25% לראשונה מאז 2008, וזו עלתה ברציפות מאז חודש אפריל.

בהתאם לתחזית ב"י, במהלך שנת 2023 רמת הריבית תעמוד בממוצע על 3.5% עד 3.75% אך עשויה להשתנות בהתאם לנתוני הפעילות הכלכלית והתפתחות האינפלציה. העלייה ברמת המחירים בישראל באה לידי ביטוי ברוב סעיפי המדד ולפי תחזית בנק ישראל צפויה להסתכם בכ-4.6% בשנת 2022 ובשנת 2023 צופה הבנק המרכזי התמתנות משמעותית באינפלציה לרמה של 2.5% שהינה בטווח היעד.

אנו מעריכים כי תנאי השוק תומכים בירידה במחירי הדיור לאחר עלייה משמעותית של כ-20% ב-12 החודשים האחרונים. סביבת הריבית הגבוהה יחד עם מספר שיא של התחלות בנייה במהלך השנתיים האחרונות, כמו גם שחיקת כוח הקנייה תומכים בהתמתנות הביקושים לדירות חדשות ולחצי מחיר בצד הרוכשים. במהלך החודשים האחרונים של שנת 2022 זוהתה ירידה בהיקף המשכנתאות החדשות שניתנו ע"י הבנקים ואנו צופים כי מגמה זו תימשך גם בשנת 2023.

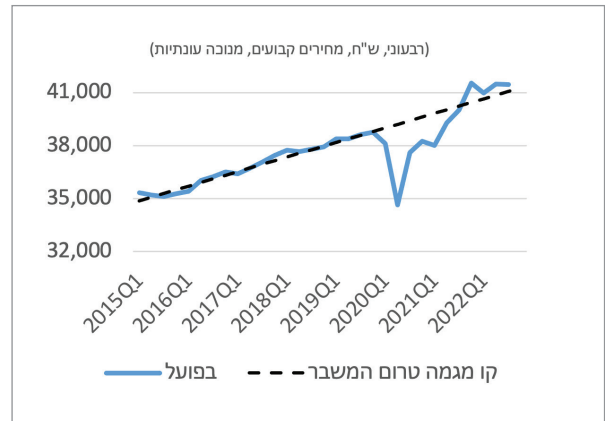
גם בבחינת היקפי האשראי הכללי במשק, ניתן לראות לפי נתוני הלמ"ס, כי החל מתחילת העלאת הריבית במשק חברות קטנות ובינוניות מתקשות לגייס אשראי בנקאי (איור 4), וזאת בעיקר בשל הקשחת התנאים לקבלת אשראי בנקאי בקרב חברות קטנות ובינוניות. בזמן שעלויות המימון עולות בשוק והבנקים יעדיפו להעמיד אשראי לחברות גדולות....

אנו מעריכים כי חברות קטנות ובינוניות יפנו יותר לשוק המימון החוץ בנקאי או לשוק החוב הקונצרני. מכאן, אנו מעריכים כי הביקושים למימון חוץ בנקאי בשנת 2023 יוסיפו להיות גבוהים יחד עם רמת הסיכון הכללית במשק שתעלה.

מתחילת שנת 2022 גיוסי החוב בשוק ההון הישראלי היו גבוהים מאוד. ההנפקות המשמעותיות היו במערכת הבנקאית ובענף הנדל"ן (איור 5).

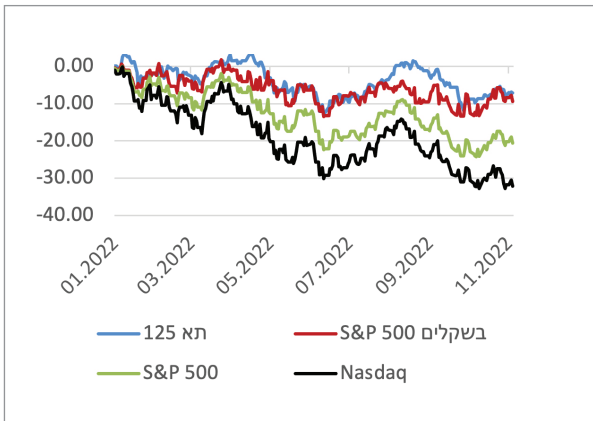
איור 1

התמ"ג לנפש בפועל וקו חזוי לפי מגמת טרום משבר



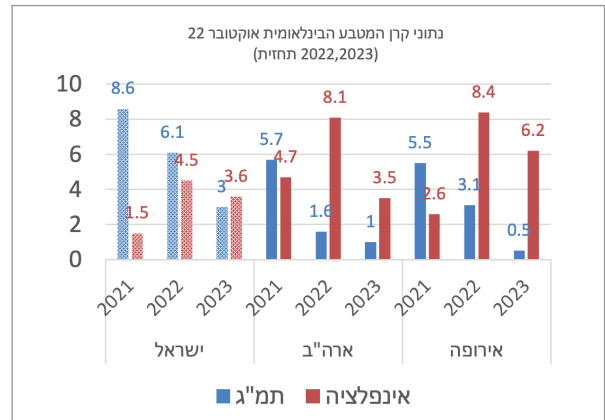
איור 2

מדדי מניות עיקריים בעולם



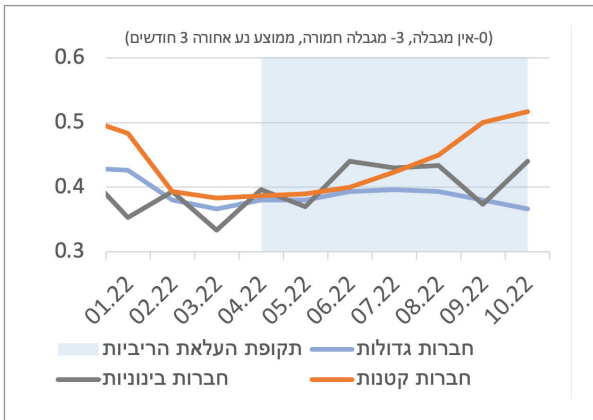
איור 3

ישראל והעולם



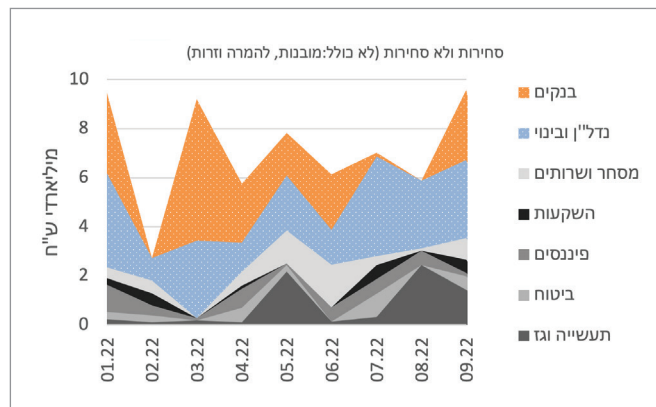
איור 4

המגבלה הממוצעת שדווחה בגיוס אשראי בנקאי



איור 5

הנפקות אג"ח חברות בבורסת ת"א לפי ענפים



¹ נתוני אירופה (איור 2) לפי סיווג קרן המטבע ל-"Advanced Europe" *מקור האירורים: עיבודי מידרוג לנתוני הלמ"ס, בנק ישראל ו IMF.

מוסדות פיננסיים

1

בנקים

צפי להאטה בקצב גידול האשראי לציבור ולעלייה בהוצאות להפסדי אשראי על רקע סביבת הריבית והאינפלציה

והמשך הגידול באשראי של משקי הבית. לסיכום, אנו צופים כי שיעורי הרווחיות של המערכת הבנקאית ימשיכו להיות טובים אך ממותנים יותר בהשוואה לשנת 2022.

במהלך שנת 2022 חל גידול חד בהיקף גיוסי החוב של המערכת בשוק האג"ח הקונצרני, בדגש על אג"ח CoCo דבר אשר נבע להערכתנו מפירעונות מוקדמים של מכשירים הוניים, הפסדים בתיק ניירות ערך זמינים למכירה, ומהצפי להמשך עליית ריבית בנק ישראל. להערכתנו, יחסי הלימות ההון צפויים להישמר במרווח מספק מעל היחס הנדרש על ידי הרגולטור, אשר יתמוך בגמישות הפיננסית של המערכת הבנקאית במהלך שנת 2023. המערכת הבנקאית בשנת 2022 שמרה על רמות נזילות טובות, אולם באופן ממוטן יותר משנת 2021.

עם זאת, בעקבות עליות הריבית, אנו צופים ירידה בנזילות הבנקים לאור הפניית כספים של הציבור לאלטרנטיבות השקעה אחרות וברמת סיכון דומה יחסית, כמו פיקדונות בנקאיים, אג"ח ממשלתי וקרנות כספיות. יתרה מזו, מיידרוג צופה כי ככל והציבור הישראלי יבחר להשקיע את יתרת ההכנסה הפנויה מחשבונות העו"ש בפיקדונות נושאי ריבית, הוצאות הריבית וצרכי הנזילות של המערכת הבנקאית תגדלנה, כך שהשפעתה החיובית של עליית הריבית על הכנסות הריבית של הבנקים תתמתן.

שנת 2022 התאפיינה בגידול משמעותי ברווחיות המערכת הבנקאית, הנובעת בין היתר מגידול בהכנסות הריבית, כתוצאה מגידול ביתרת האשראי לציבור באופן משמעותי לעומת תקופה מקבילה אשתקד, ומסביבה מאקרו כלכלית תומכת אשר התבטאה בסביבה אינפלציונית מעל טווח היעד של בנק ישראל וכנגזר גם בקצב העלאות ריבית בנק ישראל בתקופה האחרונה.

הסביבה המאקרו כלכלית בשנת 2022 הושפעה ממלחמת רוסיה-אוקראינה ומפתיחת השוק הגלובלי באופן מלא לאחר משבר הקורונה. אלו הובילו לעלייה באינפלציה כלל עולמית ולנקיטת מדיניות אקטיבית של העלאת ריבית, זאת כחלק מהניסיונות של בנקים מרכזיים ברחבי העולם למתן את קצב האינפלציה. אנו צופים כי בשנת 2023 הסביבה העסקית צפויה להיות יציבה, אשר תלווה בסביבה מאקרו כלכלית תומכת של המשך צמיחה בפעילות הכלכלית במשק עם התמתנות בסביבה האינפלציונית, אשר תנוע להערכתנו במוצטע סביב הגבול העליון של טווח היעד שהגדיר בנק ישראל. כמו כן, אנו צופים כי סביבת ריבית בנק ישראל תמשיך להיות גבוהה ותנוע במוצטע סביב 3.5%. בהתאם להנחות אלו, אנו מעריכים כי תיק האשראי לציבור צפוי להמשיך ולצמוח אך באופן מתון ביחס לשנת 2022, עם התמקדות במגזרי אשראי לדיור ועסקים גדולים ובינוניים, אשר היוו מרכיב משמעותי בשיעור הרווח השנה. עם זאת, אנו צופים כי שיעור ההפרשות להפסדי אשראי במערכת הבנקאית צפוי לעלות, וכנגזר, עלייה בשיעור הוצאות להפסדי אשראי, נוכח עלייה בסיכון הלקוחות עקב גידול מהיר בשיעור הריבית



ביטוח

רמת הריבית עשויה לטשטש את השלכות הסיבה העסקית אשר תמשיך להעיב על פוטנציאל הצמיחה הענפי והרווח החיתומי; המשך מיקוד בשיפור יחס הסולבנסי תוך שיפור תהליכי ניהול הסיכונים בענף, אשר יתמכו בשיפור פרופיל הסיכון ובמידת ההון הכלכלי

הסביבה העסקית בשנת 2023 צפויה להמשיך להיות מאתגרת, עם סביבה מוניטרית נוקשה והתמתנות מוגבלת בפעילות. מבחינה מאקרו כלכלית, אנו צופים כי הסביבה העסקית תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. להערכתנו, העלאות הריבית התכופות שמטרתן לצנן את שוק העבודה ההדוק והסביבה האינפלציונית שאפיינו את שלהי שנת 2022, עלולות לצנן את הפעילות הכלכלית במשק בטווח התחזית ולהעיב את פוטנציאל הצמיחה הענפית. בנוסף, אנו צופים כי הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. עם זאת, אנו צופים כי השפעות אלו ימותנו בעקבות רמת הריבית אשר תעמוד בממוצע על 3.5% עד 3.75% וצפויה להשפיע על עקום הריבית חסרת הסיכון, אשר תקוזז חלקית את ההשפעות האמורות בשנת 2023, עקב שיפור ביחס כושר הפירעון הכלכלי שמושפע באופן חיובי מרמת ריבית גבוהה יותר.

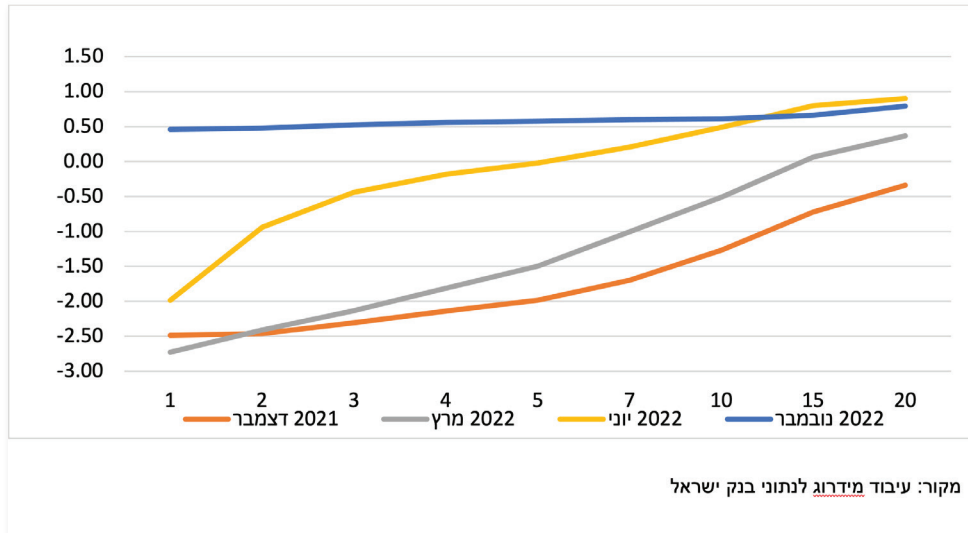
לצד זאת, אנו מעריכים כי מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע משוק עבודה הדוק שיתרום להמשך צמיחה בהיקפי הפעילות במשק ולהמשך עליה בשכר הריאלי שישפיעו לחיוב על קצב ההפקדות השוטפות במגזר זה. מנגד, השפעות אלו ימותנו מהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה"ריסקים"), מהגבלות רגולטוריות שהוטלו בשנים האחרונות בעיקר על תחום ביטוח המנהלים ואטרקטיביות מוצר הפנסיה על פניהם, אשר צפויים ולהמשיך ולהעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות.

בענף הביטוח הכלכלי, אנו צופים כי רמת התחרות תיוותר גבוהה הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, לצד המשך פיתוח ושימוש גובר בכלים דיגיטליים המגבירים את התחרות בענף. שכיחות התביעות בענפי הרכב והפרט צפויה להיות גבוהה ביחס לשנים עברו, וכן עליה בחומרת התביעות במהלך השנים האחרונות בענפי הרכב והפרט.

אנו מעריכים, כי שימור הרווחיות בענף זה, יוכל לנבוע בעיקר משיפור ביעילות התפעולית תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, גם באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים. ועליית תעריפים.

יחס הסולבנסי ימשיך להוות שיקול עיקרי בסט קבלת החלטות ההשקעה והפעילות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA) בעתיד, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, זאת למרות תנודתיות ההון הכלכלי תחת משטר זה. נציין, כי העלייה בעקום הריבית חסרת הסיכון במהלך המחצית השנייה של 2022, שיפרה את היחס כושר הפירעון הכלכלי שמושפע באופן חיובי מרמת הריבית הגבוהה. להערכתנו, כל החברות בענף ימשיכו לתת דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח בכלל ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר בפרט.

ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של חברות הביטוח הינם סוכני וסוכנויות ביטוח כאשר במקביל, בשנים האחרונות פעלו החברות לגיוון ערוצי ההפצה, תוך התאמתם לסביבה העסקית המשתנה, ולמגוון טעמי הציבור. כך, הושקו פלטפורמות מכירה דיגיטלית בתחומי הרכב, דירות, ביטוחי משכנתא, והנסיעות לחו"ל. אנו צופים כי המשך ביסוס המותג עשויה לתמוך במבנה ההוצאות, בהצעת סל מוצרים כולל ללקוחות תוך שימורם ובהתמודדות עתידית מול אתגרי החדשנות בענף, כאשר אנו סבורים, כי מבטחים שלא יאמצו חדשנות טכנולוגית ויתאימו את המודל העסקי לאורך זמן, עשויים לחוות שחיקה משמעותית במיצוב העסקי. להערכתנו ענף הביטוח ימשיך להיות מושפע בשנים הקרובות מכמה גורמי סיכון בהם הענף יידרש לתת דגש רב יותר אשר הינם: תנודתיות בשוק ההון, סיכונים תפעוליים, סיכונים אבטחת מידע (לרבות סייבר) ורגולציה. זאת האחרונה מתבטאת במהלך שנת 2022 בעדכון הנחות במודלים האקטואריים אשר הובילו להשלמת עתודות בהיקפים משמעותיים. מנגד עדכון פרמיית האי נזילות אשר מתווספת לריבית חסרת הסיכון בעת בדיקת נאותות העתודה הובילו לקיטון בהתייבויות הביטוחיות ובהגדלת הרווח לפני מס של החברות בענף. בעקבות כך, החברות בענף יפעלו לבצע כמה מהלכי טיוב בניהם עליית תעריפים בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב, מיקוד ברווחיות חיתומית וצמצום חשיפה למוצרים זוללי הון.



מימון חוץ בנקאי

לחברות המימון החוץ בנקאי צפויה צמיחה מתונה יותר בתיק האשראי לצד שחיקה ביחסי הרווחיות, לאור עליית עלות מקורות המימון, הגידול בהוצאות להפסדי אשראי וכן המשך תחרות גוברת בענף

שנת 2022, התאפיינה בהמשך צמיחה מהירה בתיק האשראי בפרט במהלך הרבעון הראשון של השנה. לצד הגידול בפעילות, חלה עלייה בהפרשות להפסדי אשראי חזויים, לאור הרעה בסביבה הכלכלית אשר כללה סביבה אינפלציונית גבוהה ועלויות חדות בשיעור ריבית בנק ישראל. בדומה למגמה שנצפתה בשנת 2021, בה צמח תיק האשראי המצרפי של הענף בקצב גבוה, ישנה רווחיות עודפת לחברות בענף בשל רמות הסיכון בהן החברות פועלות ביחס למערכת הבנקאית ולחברות כרטיסי האשראי.

אנו צופים כי בשנת 2023 חברות המימון החוץ בנקאי ימשיכו להוות אלטרנטיבה למערכת הבנקאית בעיקר בענפי הנדל"ן נוכח הידוק החיתום וקרבתם של הבנקים למגבלת החשיפה לענפים אלו.

עם זאת, להערכתנו, הסביבה הכלכלית תעיב על קצב הצמיחה הענפי, כך שקצב הצמיחה יתמתן באופן משמעותי, בפרט לאור הקרבה לקובננטים של הון למאזן מול המערכת הבנקאית והקשחת תנאי המימון,

חוסר הנגישות של רוב חברות המימון לשוק החוב נוכח תשואות האג"ח הגבוהות, וירידות בשווי החברות בשוק ההון. אנו מעריכים כי עלות מקורות המימון תמשיך לעלות נוכח צפי להמשך העלאת ריבית בנק ישראל במקביל להמשך תחרות גבוהה בענף והקשחת החיתום מצד השחקניות בענף, כך שהמרווח הפיננסי ישחק. בנוסף, אנו צופים המשך עלייה בהוצאות להפסדי אשראי נוכח הסביבה הכלכלית כמתואר לעיל, שחיקת כושר החזר האשראי של הלקוחות, וכן ריכוזיות וחשיפה מוגברת לענף הנדל"ן.

לאור זאת, אנו מעריכים כי תחול שחיקה במדדי הרווחיות אשר ימתנו גם הם את קצב הגידול הענפי. כמו כן, אנו מצפים כי לאור האירועים האחרונים בענף, החברות יפעלו לעיבוי מערך ניהול הסיכונים ובפרט עיבוי הביטחונות שלהן על האשראי שניתן, יגדילו את צוות ניהול הסיכונים וישפרו את יכולות החיתום והתפעול שלהן. להערכתנו, הגברת דרישות הרישוי והפיקוח בענף הינה בעלת השפעה חיובית על תחום הפעילות ועל מעמדן של החברות בו, זאת בין היתר, לאור הציפייה, כי דרישות אלה יובילו לייצוב ולחיזוק החברות הפועלות בענף, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו.

קמעונאות המזון

עלייה באינפלציה, עליית מחירים ושחיקה במדדי הרווחיות כחלק מהאתגרים שאנו צופים לשנת 2023

בשנת 2022 בדגש על החציון השני של השנה, חוה ענף קמעונאות המזון אתגרים משמעותיים בדמות התייקרות חומרי גלם והתשומות, עלייה באינפלציה תוך "חזרה לשגרה" לאחר שנות הקורונה. שנת 2022 מצביעה על המשך צמיחה שלילית במכירות חנויות זהות, וזאת בהמשך למגמת הקיטון בצמיחת חנויות זהות בשנת 2021, לאחר שנת 2020 בה החברות הציגו שיעורי צמיחה משמעותיים בעקבות משבר הקורונה. החברות הציבוריות הגדולות בענף הציגו במחצית הראשונה של 2022 צמיחה שלילית בשיעורים של כ-2.5% עד כ-5.7% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. ע"פ נתוני סטורנקסט, ב-9 החודשים הראשונים של שנת 2022 נרשמה עליה של כ-1.8% במכר הכספי בשוק ה-FMCG המבורקד בישראל, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. עם זאת, השינוי הריאלי (בניכוי השפעת מדד המחירים לצרכן) בין התקופות היה שלילי בשיעור של כ-2.5%, מה שמשקף בצמיחה השלילית של רשתות השיווק כאמור. מגמה נוספת הנה, המשך התבססות ערוץ האון ליין זאת בעקבות שינוי בהרגלי הצרכנים כמגמת פוסט קורונה והתבססות

מכירות האונליין בענפים רבים אחרים. המשך פתיחת סניפי "City" המאופיינים ברווחיות גבוהה וזאת בהמשך להשלכות משבר הקורונה. השלכות עליית המחירים ברשתות המזון הנה פועל יוצא הן של התייקרות חומרי הגלם והן בצד עליית תשומות תפעוליות (כדוגמת דמי שכירות, כוח אדם, עלויות חשמל וכו') כל אלו יוצרים לחץ על הרווחיות התפעולית אשר נשחקה למול השנתיים הקודמות וחלק מהשחקניות בענף כתוצאה מאלו החלו בתהליכי התייעלות(שופרסל פרסמה לאחרונה תוכנית התייעלות).

להערכתנו, שנת 2023 הינה שנה מאתגרת בהמשך לעליית המחירים, כשברקע בחינת מאזן הכוחות בין החברות בענף לבין יצרניות ויבואניות המזון, תוך בחינת כוחן של הראשונות למתן התייקרויות אלו. זאת, בד בבד עם התחזקות התחרות בענף כתלות גם בפריסה רחבה ומהירה של רשת קרפור בישראל ע"י אלקטרה מוצרי צריכה. כמו כן, לקצב האינפלציה יש השפעה על רשתות המזון מאחר ועליית מחירים עלולה לפגוע בביקושים. כל אלו יחד עם חשש להאטה במשק עלול להקטין את הצריכה.



להצביע על התרחבות בעוד שרכיב ההזמנות ליצוא מצביע בחודשיים האחרונים על התכווצות. מדד הייצור התעשייתי מציג נכון לחודש ספטמבר שיעור שינוי חיובי של 4.5% מתחילת השנה. התמ"ג העסקי הציג בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2022 צמיחה של כ-6.5% מתחילת השנה.

להערכתנו מחיר הנפט עשוי להישאר ברמתו הגבוהה לתקופה מסוימת בהתאם להתפתחויות במשבר רוסיה-אוקראינה ולסנקציות הנובעות מכך. בנוסף, המשך עיכובים ושיבושים לאורך שרשרת האספקה, סביבת ריביות גבוהה, לחצים אינפלציוניים ולחצים על הוצאות הייצור יישארו גבוהים וימשיכו להעיב על הרווחיות של חברות התעשייה גם בשנת 2023. נציין כי תנאי הסחר השוררים היום מבחינת רמת שערי החליפין של מטבעות החוץ לעומת הש"ח הינה נמוכה יחסית ואת השפעתם בשנת 2023 קשה להעריך.

חברות התעשייה

סביבת ריבית גבוהה, לחצים אינפלציוניים ומחירי אנרגיה, ימשיכו להעיב על הרווחיות

בשנת 2022 חלה עליית מחירים בהמשך למחסור בחומרי גלם לענפים שונים, עקב שיבושים בשרשרת האספקה, לכך מתלוות עלויות השילוח והלוגיסטיקה שבשנים האחרונות עלו (גם אם נרשמה ירידה מסוימת בחודשים האחרונים). מחירי האנרגיה בהמשך גם למלחמת רוסיה - אוקראינה רשמו עלייה שככל אלו תורמים לשחיקת הרווחיות. בנוסף עלויות ריבית מתמשכות (אשר עדיין לא מקבלות ביטוי מלא בשנת 22) וסביבה אינפלציונית שוחקות אף הן את מדדי הרווחיות. מדד מנהלי הרכש בישראל (PMI) לחודש ספטמבר מעיד על התרחבות מתונה בפעילות התעשייתית, נתון הבולט לטובה ביחס למדד מנהלי הרכש העולמי המצביע על התכווצות. רכיבי ההזמנות המקומיות, תפוקות הייצור ורכיב התעסוקה ממשיכים

² שופרסל, רמי לוי, ויקטור, יוחננוף ויינות ביתן.

יבואני רכב

לאחר 2021 שאופיינה כשנת "שיא" בענף הרכב שנת 2022 מאופיינת ביציבות הביקושים עם צפי להתמתנות בשנת 2023

מעליות במחירי החלפים והתייקרות מחירי האנרגיה, אלו הביאו ללחץ על המחירים ולפגיעה בביקושים כשבמקביל הלחצים האינפלציוניים והעלאות הריבית מייקרות את ההלוואות לרכישת רכב.

בתקופה של 9 חודשים בשנת 2022 נמסרו 14,836 כלי רכב חשמליים. בהתאם למודו'ס מדיניות האיחוד האירופאי לקידום מעבר לכ"ר לא מזהמים עשויה להגביר את הדרישה לשבבים, שנכון לשנת 2022 עדיין במחסור. החל מינואר 2023, מס הקנייה על רכב חשמלי יעלה בהתאם למתווה המס הירוק באופן אוטומטי מ-10% ל-20% ותצומצם תקרת הטבת מס הקנייה.

להערכתנו, תחול התייצבות במסירות כ"ר בשנים 2023-2024 לאחר הירידה המתונה בשנת 2022, כאשר אתגרים בצד המשך קשיי האספקה הגלובליים של היצרנים, עלייה באינפלציה ובריבית והמשך פיתוח של תשתיות תחבורה ציבורית, יפעילו לחצים על הענף.

לאחר עלייה חדה במספר המסירות בשנת 2021 המהווה תיקון לירידה החדה שנרשמה בשנת 2020, וזאת על רקע התאוששות מהירה יחסית של הכלכלה המקומית ממשבר הקורונה, בעשרת החודשים הראשונים של שנת 2022 מספר מסירות כלי הרכב הפרטיים החדשים ירד בכ- 15.3% לעומת תקופה מקבילה אשתקד, מ-256 א' כ"ר ל-222 א' כ"ר.

להערכת מידרוג, ובהתאם לתחזית מודו'ס, הירידה במסירות כ"ר בשנה זו נובעת ברובה בירידה בהיצע כ"ר כתוצאה מהתגברות המשבר באספקת השבבים והמלחמה באוקראינה שעיכבה את אספקת הרכיבים לייצור כלי הרכב, ירידה הנתמכת בקיטון במספר כלי הרכב שנפרקו בנמלי ישראל לעומת התקופה טרום משבר הקורונה. במקביל, עלייה במחירי כ"ר כתוצאה

ליסינג

הביקוש הגבוה לרכבים משומשים שאפיין את השנתיים האחרונות צפוי להתמתן בשנת 2023 ככל שתפקוד שרשרת האספקה העולמית לרכבים חדשים תחזור לרמתה טרום המשבר

אם כי אלו יתחילו להתמתן בשנת 2023 בהשוואה לשנתיים האחרונות אך יהיו עודם גבוהים ביחס לרמתם טרום הקורונה.

המגמות הצפויות להשפיע על הענף בטווח הקצר הן גידול מסוים בהיקף הצי, והמשך יעילות גבוהה יחסית בניהול הציים זאת במקביל לעלייה במחירי הרכבים החדשים שתשפיע לחיוב על רווחי ההון. לאורך זמן, צמיחת הענף מוגבלת, ומאוימת מצד התפתחויות כלכליות, דמוגרפיות וסביבתיות שישפיעו על הביקוש לכלי רכב. אנו צופים כי הביקוש לשירותי ליסינג עסקי מסורתי עשוי להצטמצם קמעה במגזרים מסוימים, כאשר חלק כבר צומצם עם המעבר למודל היברידי וחלק אף צפוי להצטמצם נוכח גל צמצומים בקרב מגזר ההיי-טק. בנוסף, לעלייה בשיעורי הריבית וציפיות האינפלציה קיימת השפעה על תוצאות פעילותן של חברות הליסינג, מדובר בצרכניות מימון וחלק מההלוואות ואגרות החוב של החברות אף צמודות מדד.

היצע כ"ר העולמי ממשיך לרשום ירידה ועלייה במחירי כ"ר החדשים כתוצאה מכך, הביאו לגידול בביקוש לכ"ר המשומשים אשר הביא לעלייה במחירם בשוק המשני תוך עלייה בדמי שימוש לרכב. אלו לצד שיעורי פחת שמרניים, הביאו לגידול ברווחי ההון שרשמו חברות הליסינג במהלך השנה. רמת המחירים הנוכחית בענף הרכב ככלל והליסינג בפרט תוך עלייה בשיעורי הניצולת של החברות תורמות לרווחיות השחקניות בענף.

להערכת מידרוג, מחסור בשבבים, עלייה בריבית, עלייה במחירי חומרי הגלם ועומסים בתובלה הימית ימשיכו ויהוו חלק מהאתגרים שיאפיינו את שנת 2023, דבר שיתמוך במחירים הגבוהים אותם ידרשו חברות הליסינג על הרכבים ובתעריפי השימוש. המשך מחסור בהיצע כ"ר בד בבד עם המשך עליית מחירי כ"ר, בייחוד לאחר כניסת הרכבים החשמליים לצי הליסינג התפעולי, ישפיעו לחיוב על רווחי ההון,



³ איגוד יבואני הרכב

² רשות הספנות והנמלים - דוחות מטענים ספטמבר 2022

ענפי הנדל"ן

3

יזום בנייה למגורים

האטה בביקוש לדירות מגורים תוביל ללחצי מחירים בשוק תוך שחיקה ברווחיות היזמים לנוכח עליית ריבית הפריים.

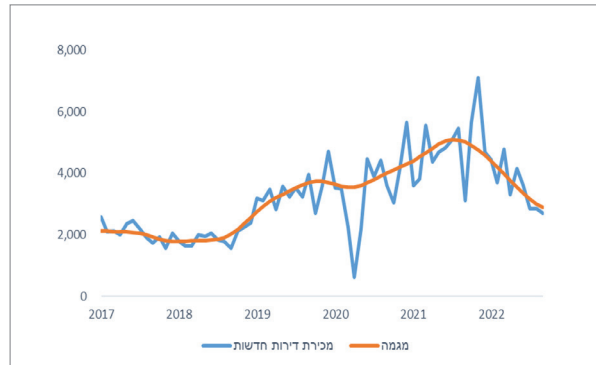
צמיחת האוכלוסייה, אבטלה נמוכה וריבית נמוכה תמכו בעליית הביקוש לדירות מגורים ולשיאי מכירות שנרשמו אצל הקבלנים בשנת 2021 ולאורך השנים האחרונות. מאז חודש פברואר 2022 ניכרת האטה בהיקף עסקאות המכירה של דירות חדשות בשוק החופשי.

מידרוג מעריכה כי האטה זו תימשך בטווח הקצר בשל העלייה החדה בשיעור הריבית מאז חודש אפריל 2022 והיא עשויה להתבטא בירידה במחירי המכירה, לאחר שאלו נסקו בחדות בשלוש השנים האחרונות. יזמי הנדלן נהנו מנגישות למקורות מימון מגוונים

וזולים יחסית, שנתמכו בשיעורי הריבית הנמוכים (לרוב ההלוואות של יזמיות הבניה הינן בריבית קבועה בתוספת פריים) בעקבות העלאות הריבית בחודשים האחרונים התייקר האשראי לחברות הנדל"ן בשיעור של כ-15.3%. התייקרות מקורות המימון מובילה לפגיעה ברווחיות, ובטווח זמן נוסף עלולה להוביל לקשיי נדילות אצל יזמים קטנים ו/או ממונפים. עם זאת יש לציין כי יזמים גדולים זכו לרשום רווחיות גבוהה מהרגיל בשנה החולפת ולצידה תזרימי מזומנים חיוביים שימתנו את ההשפעה השלילית בטווח הקצר. מידרוג מעריכה כי הגידול בהוצאות המימון והגבלת שיעורי המימון מצד הבנקים ירחיקו קבלנים ממרכזים ומרכישת קרקעות בשיעורי מינוף גבוהים. ייתכן וחלק מחברות הנדל"ן אשר יתקשו לעמוד בעלויות המימון הגבוהות ימכרו חלק ממלאי הקרקעות שלהם.

איור 7

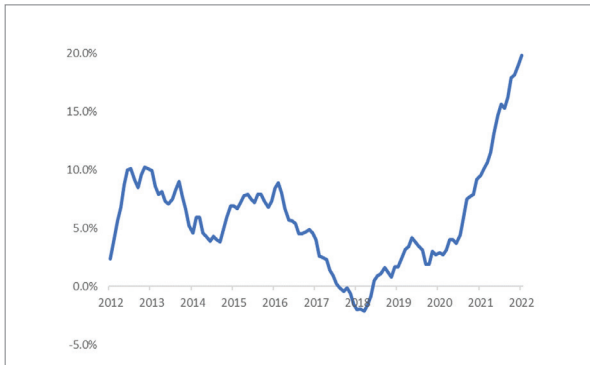
מכירת דירות חדשות



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על הכמות המבוקשת של דירות חדשות, נובמבר 2022

איור 8

אחוז השינוי השנתי במחירי הדירות (חדשות ויד שנייה)



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על שינוי במחירי הדירות, נובמבר 2022

נדל"ן מניב למסחר בישראל

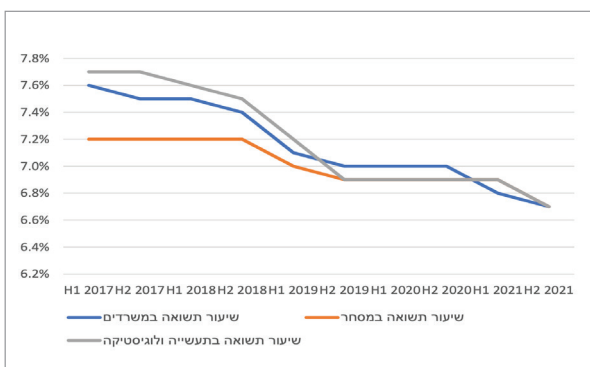
מעבר לעירוב שימושים של מסחר, מגורים, פנאי ותעסוקה צפוי להוות אלטרנטיבה למרכזים הסגורים ולאון-ליין

לאחר הזינוק החד ברכישות מוצרים בתקופה מגיפת הקורונה, העדפות הצרכנים הוסטו בשנה האחרונה לכיוון צריכת שירותי פנאי, בילוי ונופש, זאת לצד חזרה של הצרכנים לקניות פיזיות בקניונים ובחול"ל. מגמות אלו הובילו להאטה במכירות האון ליין יחסית לתקופת הקורונה, אולם מגמת הרכישות באון-ליין צפויות להמשיך ולהתחזק לאורך זמן בהשוואה לרמתן טרום הקורונה, על חשבון רכישות פיזיות. האינפלציה הגבוהה שוחקת את כוח הקנייה של הצרכנים בפרט ברמות ההכנסה הנמוכה. ההיצע העצום והשיפור המתמיד של חווית הקנייה באון-ליין דורש ממרכזי הקניות להתמקד בתמהיל השוכרים, לצפות את התמורות בהעדפות הצרכנים ולייצר חוויה צרכנית כוללת על מנת לשמור על קהל הצרכנים. החנויות הפיזיות יוסיפו לספק ללקוחות צרכים של נוחות ושירות וצרכים חברתיים ולהוות חלק בתמהיל השיווק והמכירות של הקמעונאיות הגדולות

לצד ערוצי האון ליין. אחת המגמות שצפויה ללוות את הענף בשנים הקרובות הינה גידול בבנייה של פרויקטים המדגישים עירוב שימושים בין מרכזים מסחריים, מגורים, פנאי ותעסוקה.

איור 9

שיעורי התשואה לנכסים מניבים בישראל



מקור: סקירת השמאי הראשי במשרד המשפטים

נדל"ן מניב למשרדים בישראל

שוק המשרדים יהפוך "רך" יותר בשל המשבר בהייטק והירידה בביקושים בשל כך

במיקום אטרקטיבי, גימור גבוה ורמת שירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה נמוכים. מאז פרוץ הקורונה ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות. מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה אשר מקשה על שקיפות שווי הנכסים וכיוונים ברקע העלייה בריבית.

להערכת מידרוג, ככל שהסבירות למיתון עולמי תעלה והאינפלציה תיחלש הדבר עלול להוביל גם לירידות מסוימות בשווי הנכסים בסקטור המשרדים.

הפוטנציאל להאטה כלכלית עולמית בשנה הקרובה מהווה להערכת מידרוג איום על סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל בטווח הקצר-הבינוני, לאור חשיפתו לענף ההייטק אשר תרם בחדות לצמיחת הביקושים ולעליית דמי השכירות בשנה-שנתיים האחרונות, בעיקר בריכוזי ההייטק הבולטים באזור תל-אביב.

ענף ההייטק מאופיין במחזוריות חדה והוא חשוף מאוד להאטה עולמית בשווקי ההון. קיומם של חוזי שכירות ארוכי טווח בענף המשרדים מהווה גורם ממתן בפני ירידה חדה בביקושים, אולם זו תיתן אותותיה בלחצי מחיר ובירידה בדמי השכירות.

להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים



אנרגיות מתחדשות

רגולציות עולמיות ומגמת העלייה בריביות צפויות לפגוע, במידה מסוימת, בתחזיות הצמיחה הגבוהות של חברות בענף האנרגיות המתחדשות

לצד האמור, אנו מעריכים כי לחלק מהשחקנים ממאפייני והיקפי הגידורים התזרימיים שהחברות בשוק ישנן אפשרויות להקטנת הפגיעה על ידי תיקון מערך ההסכמים השונים. בד בבד, אנו מעריכים כי עליות הריבית (ההיסטוריות והחזויות) צפויות להגביל את הגמישות הפיננסית של חברות האנרגיה המתחדשות, את כדאיות הפרויקטים בהם הן טרם קיבעו ריביות ואת יכולתן לממן פרויקטים חדשים, דבר אשר עשוי למתן את קצב הצמיחה המהיר שלהן.

לצד האמור, נציין כי מגמת העלייה באינפלציה צפויה להערכתנו לתמוך ברבות מחברות האנרגיה המתחדשות, בעיקר בחברות בהן ההכנסות הינן צמודות מדד ואילו ההוצאות, ברובן או בחלקן, אינן צמודות.

המשך גידול בסך ההספק המותקן של אנרגיה מתחדשת בשוק המקומי, לצד אתגר בעמידה ביעדי הממשלה

במשק האנרגיה המקומי אנו עדים לגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות. בהתאם לדוח מצב משק החשמל של רשות החשמל לשנת 2021, קצב הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות עלה בצורה משמעותית, כאשר בשנת 2021 חובר הספק של כ-1.0 GW באנרגיות מתחדשות, כך שסך ההספק המותקן הסתכם בכ-3.7 GW, ואילו פוטנציאל צריכת אנרגיה מתחדשת מתוך סך הצריכה השנתית עמד על כ-9.4% בשנת 2021 (נמוך אף מהיעד שהגדירה הממשלה לשנת 2020 - ייצור של 10% מצריכת החשמל בישראל באמצעות אנרגיה מתחדשת). הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח, כך שבשנים 2022 ו-2023 צפוי חיבור של כ-1.3 GW וכ-1.6 GW, בהתאמה, אשר צפויים להביא את סך ההספק המותקן באנרגיות מתחדשות לכ-5.0 GW וכ-6.6 GW, בהתאמה. נציין, כי על מנת לעמוד ביעדי הממשלה לייצור מאנרגיות מתחדשות של 20% בשנת 2025 נדרש, להערכת רשות החשמל, הספק כולל של כ-9.6 MW בסוף שנת 2025. כצעד תומך בשילוב האנרגיות המתחדשות, ועל מנת לעמוד ביעדים שהציבה הממשלה, נמשכת מגמת הפיתוח של תחום אגירת האנרגיה בישראל. יכולת אגירה ברשת עשויה לשפר באופן משמעותי את השימוש באנרגיות מתחדשות ולהוות גורם המסייע בוויסות ההיצע והביקוש המשקי. במסגרת זו, צפויים הליכים תחרותיים להקמת מתקני אגירה ברשת ההולכה ולהוספת מתקני אגירה למתקנים קיימים וכן קידום שילובה של חברת החשמל בהקמה ותפעול של מתקני אגירה. כך, בהתאם לתחזיות רשות החשמל, בשנת 2023 צפוי כי היקף ה-PV הקרקעי הכולל אגירה יעמוד על כ-233 MW.

שנת 2022 התאפיינה במספר שינויים מאקרו-כלכליים גלובאליים אשר עשויים להשפיע על התפתחות ענף האנרגיות המתחדשות בעולם בכלל ובארץ בפרט. בין הגורמים המשמעותיים ניתן למנות את הלחימה בין רוסיה ואוקראינה והמשך השפעות נגיף הקורונה (בעיקר בסין), אשר הביאו לשורה של שינויים בהם: עליות הריבית והאינפלציה, עליית מחירי ההובלה ומשבר בשרשראות האספקה וכן שינויים משמעותיים במחירי האנרגיה עולמיים.

ביתר פירוט, בחודש פברואר 2022 פלשה רוסיה לאוקראינה והחלה לחימה מתמשכת בין שתי המדינות, אשר גרמה לעליות חדות במחירי האנרגיה ברחבי העולם ולמחסור בגז. תמורות אלו הביאו לכך שהכנסות החברות בענף האנרגיות המתחדשות גדלו משמעותית בשנה האחרונה, זאת, לעומת גידול מתון בהוצאותיהן. בהמשך לכך, במהלך חודש דצמבר 2022 פרסמה סוכנות האנרגיה הבינלאומית תחזית מעודכנת, לפיה ענף האנרגיות המתחדשות צפוי לצמוח ב-70% יותר לעומת צפי הסוכנות משנת 2021. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. על רקע התהליכים המתוארים, חלק ניכר מן החברות הגדילו את תחזיות הרווח שלהן לשנים הקרובות באופן משמעותי. בד בבד, במהלך חודש ספטמבר 2022 המליץ האיחוד האירופי על שורה של צעדים לטובת הפחתת חשבונות החשמל לאזרחי האיחוד, ביניהם, קביעת מחיר תקרה להכנסותיהן של חברות מתחום האנרגיה המתחדשת. מספר מדינות, כדוגמת פולין ואנגליה, החלו באימוץ מדיניות מחירי התקרה ולהערכתנו, קיימת סבירות גבוהה לאימוץ המלצות האיחוד במדינות נוספות באירופה, באופנים שונים, אשר צפויות להשפיע לשלילה ובעוצמות משתנות על הכנסות החברות בענף, בהשוואה לתחזיותיהן לשנת 2023, לכל הפחות.

להערכתנו, הפגיעה בתחזית ההכנסות, תלויה במספר משתנים אזוריים, וביניהם מחיר התקרה בפועל שיקבע בכל מדינה, קיומן של מגבלות רגולטוריות קודמות ומידת השינוי בתקרת ההכנסות במדינות אלו והמידה בה ייצור החשמל במדינה מבוסס על דלקים פוסיליים. כמו כן, מידת הפגיעה בתחזיות חברות אלו תלויה גם במאפייני פעילותן, ביניהם: היקף ההכנסות מחוזים מבוססי תעריף קבוע, כדוגמת Feed-In Tariff (FIT6) לעומת היקף הכנסות מחוזי SPOT, היקף ההכנסות הנסמכות על פרויקטים באירופה מתוך סך ההכנסות, וכן ממאפייני והיקפי הגידורים התזרימיים שהחברות מבצעות.

4 IEA: Renewable power's growth is being turbocharged as countries seek to strengthen energy security

5 Energy prices: Commission proposes emergency market intervention to reduce bills for Europeans

6 תעריפי הזנה המהווים התחייבות לרכישת כלל החשמל המיוצר במתקן בתעריף קבוע וידוע מראש, למשך תקופה ארוכה.

גז טבעי

עלייתם החדה של מחירי הגז העולמיים צפויה להשפיע באופן מתון על מחירי הגז המקומיים, זאת לצד השפעה חיובית על הפעילות בענף הגז הטבעי המקומי

נכון ליום 30.9.2022 הופקו מן המאגרים תמר ולויתן כ-BCM 16.43 (כ-7.93 BCM ממאגר תמר וכ-8.5 BCM ממאגר ולויתן), המשקפים גידול של כ-14% ביחס לכמות המקבילה שהופקה בשנת 2021. היצוא לירדן ולמצרים ממאגר תמר ולויתן גדל לכ-0.95 BCM ו-BCM 5.6, בהתאמה, לעומת כ-0.7 BCM ו-4.6 BCM בתקופה המקבילה אשתקד. בד בבד, ביום 26 לאוקטובר 2022 דיווחה אנרג'יאן על תחילת הפקת גז ממאגר כריש (First Gas), כאשר להערכתה הפקת הגז צפויה להתבצע באופן מדורג, תוך הגעה ליכולת הפקת של BCM 6.5 לשנה בתוך 4-6 חודשים. בהתאם לכך, בשנת 2022 צפויים שלושת מאגרי הגז להפיק היקף מצטבר של כ-BCM 21.9 (תמר כ-10.2 BCM, ולויתן כ-11.2 BCM וכריש כ-0.5 BCM). בד בבד, להערכתנו, היקף הייצור המצטבר צפוי לנוע בשנת 2023 בטווח שבין BCM 25-27.

פלישת רוסיה לאוקראינה והלחימה המתמשכת בין שתי המדינות הובילה לשורה של עיצומים כלכליים ומגבלות כנגד רוסיה. בעקבות האמור לעיל ולאור מעמדה של רוסיה כספקית מרכזית של גז טבעי ונפט, החל להיווצר משבר אנרגיה עולמי, המתבטא, בין היתר, במחסור בגז הטבעי ובעלויות משמעותיות של מחירי הגז הטבעי והנפט בשווקים העולמיים. להערכתנו, ייתכן ומחירי האנרגיה ימשיכו להיות גבוהים גם בשנה הקרובה, וזאת כתלות בהתפתחויות הגיאופוליטיות. על אף התמורות המשמעותיות במחירי הגז העולמיים, אנו צופים כי מחירי הגז בישראל יותרו יציבים יחסית, וזאת הודות לקיומם של מאגרי גז מקומיים אשר עונים על היקפי הביקוש המקומי, לצד הפעלתו המסחרית של מאגר כריש, אשר מביאה להגדלת התחרות המשקית, וכן לאור קיומם של חוזים ארוכי טווח במחירים קבועים. עם זאת, למגמת עליית המחירים הגלובלית תיתכן השפעה עקיפה מסוימת על מחירי הגז המקומיים, וזאת בשל רכיבי ההצמדה של החוזים לרכישת גז טבעי בישראל, בעיקר למדד המחירים לצרכן האמריקאי (אליו מוצמד באופן מסוים חוזה חח"י) ולרכיב הייצור בתעריף החשמל (אשר משפיע על מחיר הגז בחלק מההסכמים עם יצרני החשמל הפרטיים). בד בבד, אנו צופים כי משבר האנרגיה העולמי ייטיב עם חברות הגז המקומיות, ובעיקר עם חברות הנסמכות על מאגר ולויתן, שהינו מאגר מוטה ייצוא, וזאת לאור העלייה במחירי חבית הברנט, אשר אליה מוצמדים חוזי ייצוא הגז למצרים

ולירדן. דוגמא להשפעות אלו ניתן לראות בתוצאות תשעת החודשים הראשונים לשנת 2022, בהם חלה עלייה של כ-5.7% במחיר הממוצע של הגז הטבעי שנמכר ממאגר תמר, לעומת עלייה של כ-21% במחיר הממוצע של הגז הטבעי שנמכר ממאגר ולויתן. לאור סביבת המחירים התומכת, בין יתר השיקולים הנוספים, שוקלים השותפים במאגרים את הקדמת ההשקעות בהרחבת המאגרים.

בפרט, ביום 7.12.22 קיבלו שותפי מאגר תמר החלטת השקעה סופית (FID) בקשר עם השלב הראשון בפרויקט דו-שלבי להרחבת יכולת ההפקה של המאגר. שלב זה כולל את הקדמת ההשקעה בצינור ההולכה השלישי, באופן אשר יגדיל את יכולת אספקת הגז המרבית של המאגר מכ-1.1 BCF ליום לכ-1.2 BCF ליום (שווה ערך לכ-11.65 BCM בשנה), החל מתחילת שנת 2025. לצד זאת, בוחנים השותפים במאגר תמר הרחבה נוספת, אשר תביא את יכולת ההפקה היומית המרבית לכ-1.6 BCF ליום (שווה ערך לכ-15 BCM בשנה). החלטת ההשקעה הסופית עבור השלב השני צפויה להתקבל ברבעון השני לשנת 2023. הרחבות אלו צפויות להביא לצרכי השקעה של כ-673 מיליון דולר עבור ההרחבה הראשונה וכ-70 מיליון דולר עבור ההרחבה הנוספת, לצורך השקעות נוספות באסדה ובתחנת הקבלה באשדוד. בד בבד, לצורך ייצוא כמויות הגז הנוספות, שהפקתן תתאפשר לאור ההרחבה הנוספת, יידרש שדרוג של מערכת ההולכה לייצוא, בעלות כוללת המוערכת בטווח שבין 270-350 מיליון דולר, כתלות בחלופת השדרוג שתיבחר.

בד בבד, שוקלים גם שותפי מאגר ולויתן את הקדמת ההשקעה בצינור ההולכה השלישי, אשר צפוי להגדיל את יכולת אספקת הגז המרבית של המאגר מכ-1.2 BCF ליום לכ-2.1 BCF ליום. החלטת ההשקעה הסופית צפויה ברבעון הראשון לשנת 2023, והיא צפויה להביא לצרכי השקעה של כ-550 מיליון דולר. במקביל לכך, בסוף שנת 2023 צפויה הרחבה גם במאגר כריש, אשר תגדיל את יכולת ההפקה השנתית של המאגר מכ-6.5 BCM לכ-8.0 BCM.

להערכתנו, הקדמת ההשקעות צפויה להביא בטווח הזמן הקצר לגידול מסוים בסיכויי ההקמה של שותפויות הגז, כאשר בטווח הזמן הבינוני - ארוך צפויים תזרימי מזומנים חזקים יותר, אשר עשויים להשפיע על מאפייני הסיכון של החברות השונות, כתלות באופן מימון ההשקעות, פריסת החוב ומאפייני לקוחות הקצה.

⁷ <https://www.gov.il/he/departments/general/dochmeshek>

⁸ כולל השקעות נוספות נדרשות במתקן הקבלה באשדוד, ובתשתיות הימיות ובאסדה.

משק החשמל

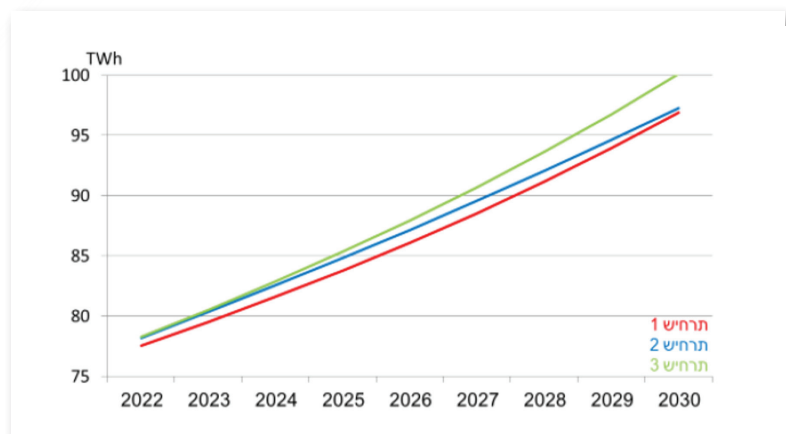
צפי להמשך התקדמות הרפורמה במשק החשמל והשינוי המבני בחח"י, לצד עליה בתעריף וצפי לגידול מתמשך בביקוש לחשמל

הרפורמה במשק החשמל, אשר החלה בשנת 2018, כללה בין היתר, את צמצום כוחה המונופוליסטי של חח"י במקטע ייצור החשמל ומיקודה במקטע הרשת, תוך שמירה על תפקידה של חח"י כבעלת רישיון ספק שירות חיוני, אשר כפועל יוצא, תהווה מונופול טבעי במקטעי ההולכה והחלוקה. כחלק מיישום מתווה הרפורמה, במהלך השנים 2019-2022 נמכרו תחנות הכוח אלון תבור, רמת חובב וכ-50% מתחנת הכוח חגית בסכום כולל של כ-7.7 מיליארד ₪. במהלך השנים הקרובות צפויה החברה למכור גם את תחנות הכוח רידינג ואשכול. עם זאת, לנוכח חילוקי דעות בין הצדדים הקשורים לתהליך המכירה בפרט, ולמשק החשמל בכלל, המועד האחרון למכירת התחנות נדחה. בנוסף, חח"י 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, כאשר המועד לתחילת הפעלת התחנות החדשות הוא בשנים 2023-2024. מחיר הפחם שנסק בחדות, בין היתר בעקבות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, גרם לעלייה נוספת בתעריף החשמל, אשר תיכנס לתוקפה בחודש ינואר 2023, בכפוף לשימוע. העלייה המצטברת בתעריפים בשנים 2022-2023 צפויה להסתכם בכ-25%, וזאת, בין היתר, לאחר קיזוז השפעת הרווח ממכירת התחנות, כאמור לעיל,

ומתיקון להסכם הגז מול שותפי מאגר תמר, אשר הוזיל את עלותו לחח"י. בד בבד, הדחיה במכירת תחנת הכוח אשכול, כאמור לעיל, מנעה קיזוז נוסף בתעריף. נציין, כי תעריף החשמל בישראל עלה בשיעור נמוך יותר בהשוואה לרוב המדינות באירופה, בין היתר, בזכות החוזים במחירים קבועים מול מאגרי הגז תמר ולויתן, חלף התלות האירופאית בגז מיובא מרוסיה. להערכתנו, העלייה המוצעת בתעריף לשנת 2023 איננה משקפת את כלל עלויות החברה ולכן התעריף איננו צפוי לרדת בהלימה מלאה לירידה במחיר הפחם בטווח הבינוני-ארוך, ככל שתקרה על פי התחזיות.

ייצור החשמל השנתי בישראל לשנת 2022 צפוי לעמוד על כ-78 טרה-וואט. הספק הייצור צפוי לעלות בשנים הבאות ולנוע בטווח שבין 90-100 טרה-וואט בשנת 2030, כתלות בצמיחה בתמ"ג, ובקצב חדירת הרכבים החשמליים לשוק. קצב מכירת הרכבים החשמליים בישראל בשנת 2022 צפוי להגיע לכ-25 אלף כלי רכב (המהווים נתח שוק הנע בין 7%-8% מסך מכירות הרכבים), לעומת כ-11 אלף כלי רכב בשנת 2021 (קצב עליה של כ-127%). על פי תחזית משרד האנרגיה, מספר הרכבים החשמליים בישראל צפוי לנוע בטווח שבין 600-700 אלף רכבים בשנת 2030, לעומת צפי של כ-38 אלף רכבים בשנת 2023. עם זאת, קיימת אי ודאות בנוגע לקצב כניסת הרכבים, אשר תלוי בין היתר, באפשרויות טעינה. במידה ויתרחש פיתוח איטי של תשתיות חשמל, כגון הקמתם של תחנות כוח חדשות ו/או שדרוג תחנות קיימות, קצב הכניסה צפוי לקטון ולהיפך.

תחזית ביקוש לחשמל לפי תרחישים שונים⁹ בשנים 2022-2030¹⁰



⁹ תרחיש 1: גידול שנתי בתמ"ג של 3% עם קצב פיתוח איטי של תשתיות ציבוריות עבור טעינת רכבים חשמליים.
 תרחיש 2: גידול שנתי בתמ"ג של 3.5% עם קצב פיתוח מואץ של תשתיות ציבוריות עבור טעינת רכבים חשמליים וכמות רכבים חשמליים גדולה יותר לעומת תרחיש 1. תרחיש 3: הנחת כמות מוגברת של רכבים חשמליים ופרופיל טעינה ביתית וציבורית ביחס שווה. תרחיש קיצון בהסתברות נמוכה.

¹⁰ נגה - חברת ניהול המערכת: תכנית פיתוח אינטגרטיבית למערכת הייצור והמסיקה עד שנת 2030 - להערות הציבור.

¹¹ UNCTAD Review of Maritime Transport 2022

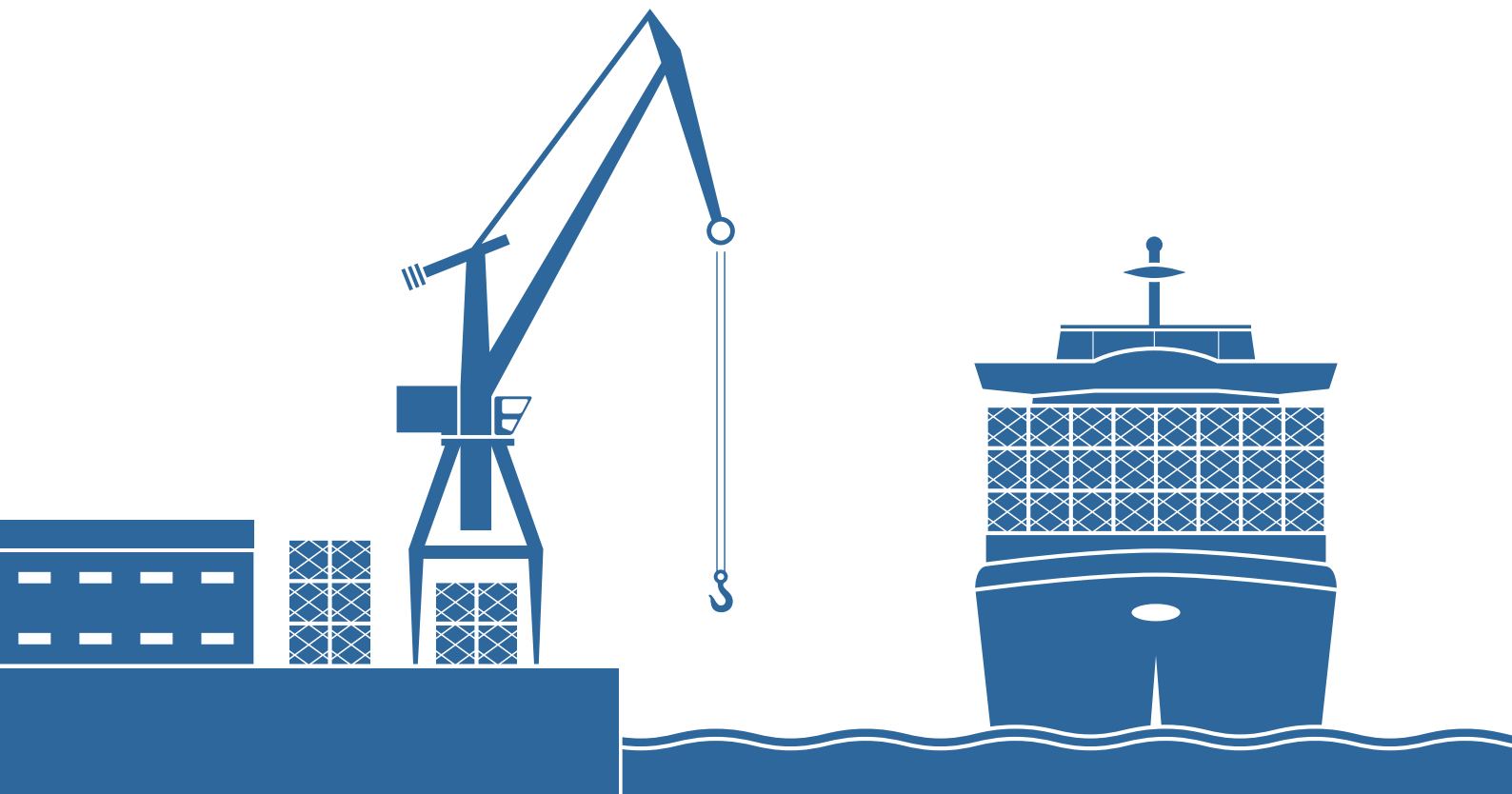
¹² מקור הנתונים: דיווחי רספ"י.

נמלי ישראל

במעל ל-8.5 מיליארד ₪. בד בבד, במהלך שנת 2022 פורסם כי במסגרת הרפורמה הכוללת את הפרטת הנמלים, החברות גדות מסופים לכימיקלים (1985) Adani Ports and Special Economic Zone Ltd-1. ירכשו את נמל חיפה תמורת כ-4.1 מיליארד ₪. ההפעלה של הנמלים החדשים ומכירת נמל חיפה לבעלים פרטיים צפויים להגביר באופן משמעותי את פיזור הסחר הימי והתחרות בענף, אשר תתמקד ביעילות ובאיכות השירות, להגדיל את הגמישות התפעולית ולצמצם עלויות ללקוחות הקצה, תוך התאמת התשתית הנמלית לגידול הצפוי בתנועת האוניות והמטענים בנמלי ישראל ולמעבר לשימוש באוניות מטענים גדולות יותר. להערכתנו, פעילות הנמלים החדשים צפויה להביא לפגיעה בתוצאותיהן הכספיות של נמל חיפה ונמל אשדוד, אשר פעלו כדואופול עד לכניסת הנמלים החדשים לשוק. על פי נתוני הרספ"ן, במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022 נתח השוק של הנמלים החדשים ביחס לכלל פעילות הנמלים נע בטווח שבין 10%-20%, כתלות במגזרי הפעילות השונים. להערכתנו, נתח השוק של נמלים אלו יגדל מהותית בשנים הקרובות.

הפעלתם של שני נמלי ים חדשים, במקביל להפרטה הצפויה של נמל חיפה, צפויה להגדיל את התחרות בענף, תוך פגיעה בפעילות הנמלים הקיימים על פי נתוני ועדת האו"ם למסחר ופיתוח, בשנת 2021 היקף הסחר הימי העולמי גדל ב-3.2%. הוועדה מעריכה כי שיעור הצמיחה של היקף הסחר הימי העולמי עבור שנת 2022 יעמוד על 1.4%, ויעלה במעט במהלך השנים הבאות. במקביל לכך, בשנת 2021 עלה היקף הסחר המקומי בכ-4.0% לעומת התקופה המקבילה אשתקד והוא צפוי להציג עליה מסוימת גם בשנת 2022. להערכתנו, קצב גידול האוכלוסייה הגבוה בישראל תומך בהמשך צמיחת הסחר בנמלים, כתלות בחוזקת הסביבה המאקרו כלכלית העתידית של ישראל בפרט והעולם המערבי בכלל.

במהלך השנים 2021-2022 החלו לפעול שני נמלי ים חדשים בישראל - "נמל המפרץ" בחיפה ו-"נמל הדרום" באשדוד. הנמלים החדשים מאופיינים ביתרון טכנולוגי ובמצבת עובדים מצומצמת ביחס לנמלים הקיימים כיום בחיפה ואשדוד. סך ההשקעה בהקמת הנמלים החדשים על ידי חברת נמלי ישראל הסתכמה



תוכניות הממשלה להשקעה בתשתיות

בגוש דן, כבישים, נמלים ותעופה), כ-11% בתחום האנרגיה, והשאר בתחומי הבריאות, ביטחון, תקשורת, מים, בינוי ממשלתי והגנת הסביבה. סך ההשקעה בתחבורה עלתה בכ-38% לעומת שנת 2019 ואילו ההשקעה בתשתיות אנרגיה קטנה בכ-18% בהשוואה לשנה זו.

להערכת מידרוג, מדינת ישראל תידרש להגדלת ההשקעות בתחום האנרגיה, בדגש על הקמת תחנות כוח חדשות, וזאת על מנת לעמוד בביקוש המשקי לחשמל, אשר על פי תחזית הרשויות, צפוי לעלות ביותר מ-20% לקראת שנת 2030. בנוסף לכך, מתוכננת התנעת תוכנית המטרו בגוש דן בעלות כוללת צפויה של כ-150 מיליארד ₪. עוד נציין, כי תכנית ההשקעה של משרד האוצר לשנת 2023 כוללת הצעה לקבוע בחוק כי עד עשרה פרויקטים יוגדרו כמיזמי תשתית לאומי, אשר החשיבות והתועלת המשקית שינבעו מקידומם היא הגבוהה ביותר. פרויקטים אלו יוכלו להנות מקצב הקמה מהיר יותר בזכות קיצור הליכים רגולטוריים שונים בחוק.

השקעה בתשתיות חיונית לטובת הגדלת התוצר והפריין בישראל, צמצום פערים, הנגשת מקומות עבודה, צריכה ושירותים לכלל התושבים ולצורך שמירה על רווחת הפרט. כל זאת במקביל לקצב גידול האוכלוסייה הגבוה בישראל, שצפוי לצמוח בכ-2 מיליון בני אדם נוספים עד לשנת 2030. חרף זאת, ממשלות ישראל השקיעו בתשתיות חדשות כ-1.5% פחות תוצר בממוצע לכל שנה בהשוואה למדינות ה-OECD. עם זאת, בחינת תוכניות ההשקעה השנתיות של מדינת ישראל לפרויקטים שסך עלותם הכוללת גבוהה מ-100 מיליון ₪ ואשר צפויים להתחיל בהקמה ב-5 השנים העוקבות למועד הפרסום, מראה גידול מתמשך בתקציב ההשקעות בתשתיות, מכ-106 מיליארד ₪ בשנת 2017 לכ-428 מיליארד ₪ בשנת 2021. נכון לשנת 2021 נבנו בישראל מעל 120 פרויקטים ממשלתיים בתחום התשתיות, כאשר מספר דומה של פרויקטים נוספים נמצאו בשלבי תכנון וייזום שונים. נכון לשנה זו כ-66% מעלות הקמת הפרויקטים בשלבי הקמה ותכנון בישראל הם בתחום תשתיות התחבורה (תחבורה ציבורית ובכללם הרכבת הקלה

מימון מובנה

איגוח ככלי לפיתוח שוק ההון המקומי והגדלת היצע האשראי במשק

אשר עשוי לחלחל לשאר המשק, ובין היתר, לשמש למימון עסקים קטנים ובינוניים. אסדרת שוק האיגוח בישראל, באמצעות חוק איגוח ויצירת סטנדרטיזציה משפטית וחשבונאית, עשויה לתרום רבות לשוק ההון המקומי 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.

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. בהשוואה בין-לאומית, היקף שוק האיגוח הישראלי זניח ועומד על כ-0.1% בלבד מהתוצר המקומי הגולמי, לעומת כ-54% בארצות הברית, 18% בהולנד, 10% באנגליה ובלגיה ו-9% בספרד. פיתוח שוק איגוח בישראל צפוי ליצור אפיק השקעה נוסף ומשמעותי עבור משקיעים וגופים מוסדיים, לצד פיתוח של שוק האשראי החוץ-בנקאי והוזלת מקורות המימון לתאגידים ריאליים. בד בבד, פיתוח שוק האיגוח צפוי לפנות הן במערכת הבנקאית

להערכתנו, הסביבה המאקרו כלכלית, אשר הושפעה בשנה החולפת מלחצים אינפלציוניים ועליות ריבית הדרגתיות, הובילה לתנאים נוחים יותר לביצוע עסקאות איגוח. המשקיעים מחפשים נכסים המגובים בבטחות ומאופיינים ביציבות וודאות תזרימים מזומנים, בעוד שחברות עסקיות - כגון ליסינג, תשתיות, נדל"ן ופיננסים, מחפשות לגוון ולהוזיל את מקורות המימון. לאור זאת, שנת 2023 עשויה להיות שנת מפנה בתחום המימון המובנה, ולהתאפיין בהתפתחות מהירה של הענף.

¹³ דוחות תנועת מטענים - ספטמבר 2022 - רשות הספנות והנמלים

¹⁴ מבוסס על נתוני הלמ"ס.

¹⁵ תשתית לצמיחה

¹⁶ פרופ' אמיר רון: "האיגוח ככלי לקידום שוק האשראי בישראל", יולי 2021.

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 מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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, הדיקטורים 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>

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 וככאלה 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.



מידרוג בע"מ מקפידה על הפרדה מלאה בין האנליסטים העוסקים בדירוגים ובנושאים המקצועיים לבין העובדים העוסקים בנושאים המסחריים שבין חברתכם לבין מידרוג. על כן, הנכם מתבקשים שלא לדון ולא לשתף את האנליסטים של מידרוג במידע ובעניינים המסחריים של ההתקשרות עמכם, וביחס אליהם הנכם מתבקשים לפנות למנהל המסחרי הראשי של החברה בלבד.

Midroog maintains a complete separation between the analysts who handle the professional issues and the employees that handle the commercial issues of the company's activities. Therefore, you are kindly requested not to discuss nor to share any commercial issues regarding the engagement between us with the company's analysts and to address such issues only to the company's Chief Commercial Officer.