

תחזית מידרוג לשנת 2024



דצמבר 2023



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

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

הקדמה

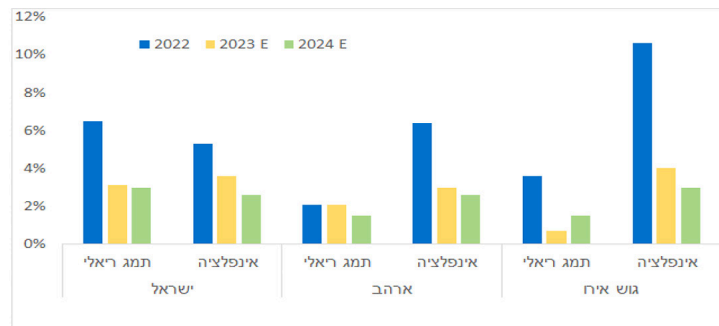
מגמת החילחול של הריבית הגבוהה לכלכלה הריאלית צפויה לקבל ביטוי בשנת 2024 ותשפיע על שורת ההכנסות והרווח של הפירמות. החלטות הריבית האחרונות בארה"ב ובגוש האירו הותירו את הריבית ללא שינוי. בשנת 2024, תחזית קרן המטבע הבינלאומית היא לירידת הצמיחה העולמית משיעור של 3.5% בשנת 2022 ל- 3.0% בשנת 2023 ול-2.9% בשנת 2024.

הציפייה היא להתמתנות בפעילות העולמית בעקבות הסביבה המוניטרית המרסנת הנדרשת להפחתת האינפלציה, המשך השלכות ארוכות טווח של המגיפה, המשך מלחמת רוסיה-אוקראינה ועלייה בחיכוכים הגיאופוליטיים בעולם.

קצב הצמיחה הגלובלי יואט בעקבות העלייה החדה בריבית שתחלחל לכלכלה הריאלית. שנת 2023 התאפיינה בהמשך ההידוק המוניטרי על ידי הבנקים המרכזיים בעולם ובישראל במטרה לרסן את האינפלציה שעלתה בחדות בשנים 2021-2022. למרות שהפעילות הכלכלית הפגינה חוסן יחסי, היא מצויה בהאטה.

סביבת האינפלציה בעולם התמתנה במהלך השנה, כאשר הביקוש וההיצע מאוזנים יותר, כתוצאה מהתייצבות הביקושים לאחר הזינוק שאפיין את שוך מגיפת הקורונה וכן בשל התפוגגות בעיות בשרשראות האספקה, ירידת מחירי המזון וירידה במחירי האנרגיה. שיעור האינפלציה בארה"ב ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר 2023 ירד ל- 3.2% לעומת 3.7% בספטמבר, ובגוש האירו עמד על 2.9% באוקטובר לעומת 4.3% בספטמבר. העלייה החדה במחיר החוב והידוק האשראי מצד ממשנים, מובילים להתייקרות של רכישת דירות, כלי רכב ומוצרים בני קיימא נוספים, ובנוסף השקעות חדשות ומימון מחדש של הלוואות הפכו יקרים יותר.

ישראל והעולם - תחזית קרן המטבע הבינלאומית לשיעור הצמיחה הריאלי והאינפלציה בשנים 2023-2024 (אוקטובר 2023), באחוזים



מלחמת "חרבות ברזל"

מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה") זעזעה את הכלכלה ברבעון הרביעי של 2023, והמשך השפעתה תלוי במשך הלחימה ועוצמתה, ולא פחות מכך, מהציפיות לגבי היציבות הביטחונית בטווח הארוך

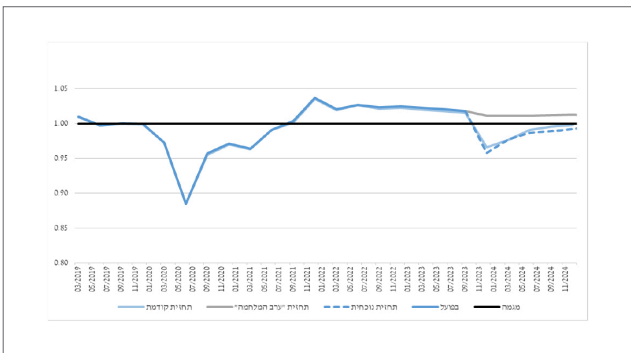
המלחמה שפרצה ב-7 באוקטובר 2023 מאופיינת ברמה גבוהה של אי-ודאות, בשל כך שהיקפה והשלכותיה (כגון תקציב המלחמה, היקף גיוס המילואים וכן מספר התושבים שפוננו מבתיים) חורגים מהאירועים הביטחוניים שידעה המדינה לאורך השנים. היסטורית, הכלכלה הישראלית ידעה להשתקם במהירות יחסית מעימותים ביטחוניים ומזעזועים חיצוניים שפקדו אותה. למשל, קונפליקטים צבאיים אינטנסיביים יחסית בשנים 2014 (צוק איתן) ו-2006 (מלחמת לבנון השנייה) הובילו לאובדן תוצר הנאמד בטווח שבין 0.5%-0.3%.

ישראל נכנסה למלחמה במצב מאקרו-כלכלי איתן, לאחר שנתיים של צמיחה גבוהה יחסית בשנים 2021 ו-2022 (9.3% ו-6.5%, בהתאמה) ששיקפו התאוששות ממשבר הקורונה. אולם, כבר בשלושת הרבעונים הראשונים של 2023 נרשמה האטה בצמיחה, שירדה לקצב שנתי של כ-3%, בעיקר בשל השפעת העלייה בריבית. בתוך כך, יש להדגיש את הירידה החדה בהשקעות בהייטק הישראלי שאפיינה את שנת 2023. קצב העלייה בתוצר ערב המלחמה, היה גבוה בפועל מהתחזיות המוקדמות, כאשר בנק ישראל ומשרד האוצר תכננו לעדכן כלפי מעלה את תחזית הצמיחה לפני שפרצה המלחמה. המלחמה הביאה לירידה חדה בפעילות הכלכלית בחודש אוקטובר 2023, אולם במהלך חודש נובמבר ניכרה התאוששות הדרגתית, כפי שהתבטא בהיקף ההוצאה בכרטיסי אשראי ובהיקף העובדים שהוצאו לחל"ת. מנתוני סקר המגמות בעסקים שפרסמה הלמ"ס לחודש נובמבר 2023, עולה תמונה של מאזן נטו שלילי של השפעות המלחמה על חברות בכל הענפים למעט התעשייה, ובדגש על ענפי הבינוי והמלונאות. ציפיות המנהלים לפעילות הכלכלית לחודש דצמבר עודן שליליות אך טובות מהציפיות שדווחו קודם לכן לגבי חודש נובמבר 2023. בעקבות המלחמה, עדכן לאחרונה בנק ישראל את תחזית הצמיחה של המשק המקומי. בהתאם לתחזית העדכנית, התוצר צפוי לצמוח ב-2% בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 (בהשוואה לתחזית מיולי 2023 לצמיחה של 3% בכל אחת מהשנים). שיעור האבטלה בגילאים 25-64 צפוי לעמוד בממוצע בשנים 2023 ו-2024 על 4.3% ו-4.5%, בהתאמה (3.6% בשנת 2022). תחזית הבנק המרכזי נשענת על ההנחה כי המלחמה תימשך לתוך שנת 2024, בעצימות פוחתת ותתמקד בעיקר בחזית מול עזה. אחד הסיכונים המרכזיים

לתחזית בנק ישראל הינה אי-הוודאות הרבה לגבי המשך התפתחות המלחמה. תחזית משרד האוצר לצמיחת התוצר המקומי בשנת 2023 עומדת על 2% ובשנת 2024 עומדת בטווח של 1.6% בתרחיש של לחימה ממושכת לתוך שנת 2024, בעצימות מתונה, ובטווח של 2.2% בתרחיש של סיום מלא של המלחמה עד לתום הרבעון הראשון של 2024. התוצר ביחס למגמה טרם משבר הקורונה - בפועל ותחזית (מקור: בנק ישראל)

הירידה באינפלציה והאטת הביקושים צפויים להוביל לירידה בריבית, אולם הריבית עשויה להיות גבוהה יחסית לאורך זמן. השקל בלט בחולשתו מול הדולר מתחילת 2023 ועם פרוץ המלחמה פוחת בחדות. אולם, בסמוך לאחר החלטת הריבית האחרונה של בנק ישראל החל ייסוף של כ-8% מול הדולר וסה"כ, מתחילת השנה ועד לסוף נובמבר 2023, נרשם פיתוח בשקל מול הדולר של כ-5.7%. האינפלציה בישראל ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר 2023, עמדה על 3.7% והיא התמתנה מעט, אך נותרה מעל הגבול העליון של היעד. ברקע המלחמה, בנק ישראל עדכן כלפי מטה את תחזית האינפלציה שצפויה לעמוד על 2.4% בשנת 2024, בשל הירידה בביקושים, התיסוף בשקל וירידת מחירי האנרגיה. לאחר ששיעור הריבית נותר ללא שינוי בחודש נובמבר, בנק ישראל מעריך כי בשל ירידת האינפלציה הצפויה והיחלשות הביקושים, הריבית בשנה הקרובה צפויה לרדת ולסייע לביקושים ולשווקים הפיננסיים.

התוצר ביחס למגמה טרם משבר הקורונה - בפועל ותחזית

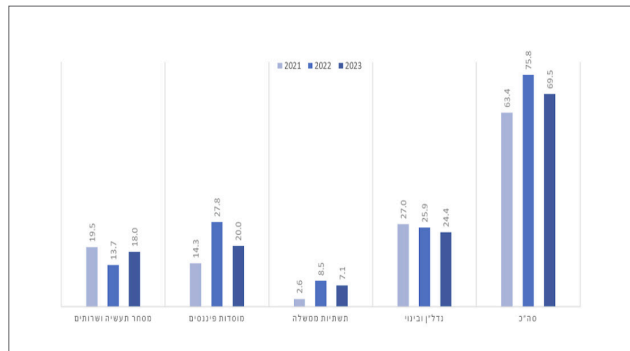


מקור: בנק ישראל

בבורסה בישראל הסתכם בכ-69.5 מיליארד ₪ בין החודשים ינואר-נובמבר 2023, ירידה של כ-8% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. בנובמבר לבדו גוייסו כ-4.0 מיליארד ₪ בהשוואה לכ-8.8 מיליארד ₪ אשתקד. בניטרול הסקטור הפיננסי, הסתכם היקף ההנפקות מתחילת השנה בכ-49.5 מיליארד ₪, המשקף גידול של כ-3% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

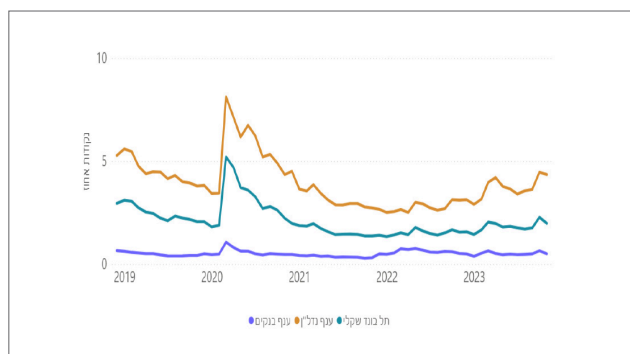
שוק האג"ח הקונצרני בישראל הגיב למלחמה בירידה בהיקף הגיוסים ובפתיחת מרווחים, אולם הציפיה באשר לרמת הריבית הורידה את המרווחים ועשויה להגדיל את קצב הגיוסים במהלך שנת 2024. התשוואה לפדיון הנומינלית של אג"ח ממשלתי שקלי ל-10 שנים ומעלה עמדה על כ-4.4% בסוף נובמבר 2023, בהשוואה לכ-4.0% בסוף ספטמבר 2023 וכ-3.1% בסוף ספטמבר 2022. עליית הריבית החל מחודש אפריל 2022 לוותה בפתיחת מרווחים מדודה יחסית בשוק האג"ח הקונצרני, אשר התרחבה עם פרוץ המלחמה אולם מאז הם חזרו לרמתם טרום המלחמה. היקף גיוסי האג"ח הקונצרניות

גיוסי אג"ח קונצרני לפי סקטורים עיקריים בחודשים ינואר-נובמבר 2021-2023, מיליארדי ₪ ערך נקוב



מקור: מידרוג בע"מ

ממצע משוקלל של מרווחים בין תשואות אג"ח חברות שקליות בענף הנדל"ן, הבנקים ותל בונד שקלי - נקודות אחוז



מקור: בנק ישראל

מוסדות פיננסיים

1

בנקים

סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת לצד השלכות המלחמה, צפויות להעיב על איכות הנכסים והרווחיות במערכת הבנקאית; בד בבד, רווחיות שיא לצד עיבוי הכריות לספיגת הפסדים במערכת הבנקאית, צפויות למתן במידה מסוימת, השפעות אלו.

שנת 2023 התאפיינה ברווחיות שיא במערכת הבנקאית הנובעת, בין היתר, מהמשך גידול בהכנסות הריבית, אשר הושפעו מתמורות מאקרו-כלכליות, על רקע סביבה אינפלציונית גבוהה מעל טווח היעד של בנק ישראל וכפועל יוצא, המשך עלייה חדה ומהירה בריבית בנק ישראל (מעבר מריבית של 3.25% בסוף שנת 2022 לרמת ריבית של 4.75% בסוף שנת 2023). השפעות שמיתנו, במידה מסוימת, את הרווחיות הגבוהה במערכת הבנקאית בשנה החולפת היו, בין היתר, המשך מגמת הגידול בהפקדה בפיקדונות נושאי ריבית על חשבון פיקדונות שאינם נושאי ריבית (עו"ש), בכלל המערכת הבנקאית, לצד עלייה משמעותית בהוצאות להפסדי אשראי.

אנו צופים, כי בשנת 2024 הסביבה העסקית תלווה בסביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת, על רקע מלחמת "חרבות ברזל" ואי-ודאות כלכלית בנוגע להשלכות על פעילות המשק, וזו צפויה להעיב על המערכת הבנקאית. בהתבסס על תחזית המאקרו של חטיבת המחקר של בנק ישראל מחודש נובמבר 2023, אנו מעריכים כי ריבית בנק ישראל צפויה לרדת במהלך שנת 2024, כך שברבעון הרביעי של שנת 2024 הריבית הממוצעת צפויה לעמוד על 3.75%/4.00%. בד בבד, אנו מעריכים כי תיק האשראי לציבור ימשיך לצמוח, אולם בשיעור מתון ביחס לשנים האחרונות, וזאת בשל השפעת המלחמה על חלק ממגזרי האשראי לציבור. בהקשר זה, נציין כי עם פרוץ המלחמה פרסם בנק ישראל מתווה מקיף של הקלות, אשר אומץ על ידי

כלל המערכת הבנקאית ומטרתו לסייע ללקוחות בהתמודדות עם השלכות המלחמה, בדגש על המגזרים הקמעונאיים. נוכח השלכות המלחמה והסביבה המאקרו-כלכלית, כאמור לעיל, אנו סבורים כי בשנת 2024 צפויה פגיעה ברווחיות, לצד עלייה בשיעור ההוצאות להפסדי אשראי, בשל העלייה בסיכון הלווים - משקי בית ועסקים כאחד, כאשר הלחצים הללו צפויים להוביל להערכתנו, לעלייה בהיקף שיעור החובות הבעייתיים והיקף המחיקות. השפעה הממתנת, במידה מסוימת, את עליית הסיכון בשנה הקרובה, הינה כריות הון משמעותיות לספיגת הפסדים אשר נבנו במהלך שנת 2023, בעיקר באמצעות הפרשות קבוצתיות להפסדי אשראי. כמו כן, אנו צופים כי על אף השחיקה הצפויה בשיעורי הרווחיות של המערכת הבנקאית בהשוואה לשנת 2023, אלו ימישכו להיות טובים ביחס לשנים בהן ריבית בנק ישראל הייתה אפסית.

לסיכום, במהלך שנת 2023 המערכת הבנקאית המשיכה להתאפיין בפרופיל פיננסי בולט לחיוב, רווחיות שיא וכרית הונית משמעותית, בעלת קיבולת ספיגת הפסדים טובה במגוון תרחישי קיצון, התומכים בנדילות, בגמישות העסקית וביכולת התמודדות המערכת הבנקאית עם השלכות המלחמה, על רקע סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת. על כן, במהלך שנת 2024, אנו מעריכים כי לא קיים סיכון נדילות משמעותי למערכת הבנקאית, גם בתרחיש של המשך הלחימה וזאת, נוכח מלאי נכסים נדילים משמעותי ומבנה מקורות יציב יחסית, אשר נסמך על מרכיב מהותי של פיקדונות קמעונאיים, שהוכיחו יציבות גבוהה לאורך משברים קודמים. יתרה מכך, יחסי הלימות ההון צפויים להישמר במונחים מספקים מעל היחס הנדרש על ידי הרגולטור, ולתמוך בגמישות הפיננסית של המערכת הבנקאית במהלך שנת 2024.



ביטוח

הסביבה העסקית תמשיך להעיב על פוטנציאל הצמיחה הענפית, על הרווח החיתומי ועל רווחי השקעה; המשך מיקוד בשיפור יחס הסולבנסי, תוך שיפור תהליכי ניהול הסיכונים בענף, יתמכו בשיפור פרופיל הסיכון ובמידת ההון הכלכלי

הסביבה העסקית בשנת 2024 צפויה להמשיך להיות מאתגרת, על רקע מלחמת "חרבות ברזל" ולצד סביבה 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 ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות חשוף לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות. מנגד, העלייה בסביבת הריבית שיפרה את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך".

ענף הביטוח חשוף באופן ישיר להשפעות המלחמה באמצעות מספר מוקדי סיכון מרכזיים הכוללים, בין היתר, פגיעה בהשקעות הנוסטרות ותיקי העמיתים לאור החשיפה לשוקי ההון, פגיעה ברכוש (ביטוח אלמנטרי), ריסק, אובדן כושר עבודה ונכויות, שיפוי בגין אובדן הכנסות ועוד, כאשר חשיפות אלו ממותנות, במידה מסוימת, באמצעות העברת הסיכון למבטחי משנה. ככלל, פגיעה ברכוש הנובעת מאירוע מלחמה אינה מכוסה במסגרת פוליסת רכוש סטנדרטית ולפיכך, היקף החשיפה כתוצאה מהמלחמה אינו צפוי להיות מהותי ויכוסה ברובו על ידי המדינה (מס רכוש). בנוסף, יתכן כי למלחמה תהא השפעה חיובית בענפי הרכב (רכב חובה ורכב רכוש) בזמן הקצר, כתוצאה מירידה בשכיחות התביעות - הן בגין ירידה בהיקף הנסועה והן בגין ירידה בשכיחות גניבות כלי רכב. לצד זאת, תחום ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך עלול להיות מושפע לשלילה כתוצאה מהרעה במצב הכלכלי במשק, מגידול בשיעור האבטלה ויציאת עובדים במשק לחל"ת. בנוסף, התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-"ריסקים"), והחלת התקנות להגבלת ההפקדה לביטוח¹ מנהלים, צפויות להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף, זאת לצד המשך תנודתיות ברווחים, נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים. בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים בשנת 2022, החברות במגזר לא רשמו דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2022, וכפועל יוצא אובדן דמי הניהול שלא ייגבו עד

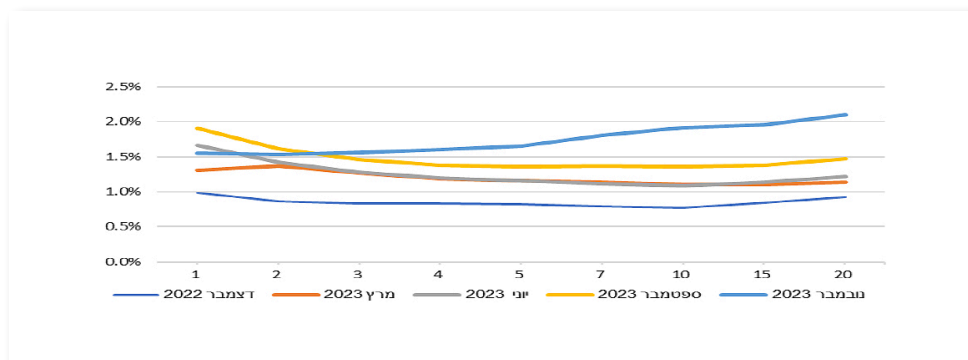
להשגת תשואה חיובית מצטברת. נציין, כי מגמה זו מתמתנת, אך בשל התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי-ודאות בנוגע ליכולת החברות הפועלות במגזר לגבות דמי ניהול משתנים בטווח הקצר. מגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות, לרבות מבנה הפוליסה האחידה, אשר צפויות להעצים את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות ועל פוטנציאל צמיחת הפרמיות במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי, אנו צופים כי רמת התחרות תיוותר גבוהה, הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, על אף עלייה בשכיחות התביעות במגזר זה. המשך הפסדים חיתומיים בענפי הרכב לצד עליית סיכוני האקלים, עלולים להשפיע לרעה על מבטחי המשנה הגלובאליים, כך שתיתכנה התאמות בהסכמים מולם, אשר עלולות להוביל להקשחת מדיניות בשוק ואף לגרור התייקרויות תעריפים נוספת. אנו מעריכים, כי שימור הרווחיות בענף זה יוכל לנבוע בעיקר משיפור יעילות התפעולית, תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, משימוש גובר בכלים טכנולוגיים והעלאת תעריפים.

יחס הסולבנסי ימשיך להוות שיקול עיקרי בסט קבלת החלטות ההשקעה והפעילות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA), צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בענף, לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, זאת למרות תנודתיות ההון הכלכלי תחת משטר זה. **נציין, כי העלייה בעקום הריבית חסרת הסיכון במהלך שנת 2023, השפיעה לחיוב על יחס כושר הפירעון הכלכלי.**

להערכתנו, ענף הביטוח ימשיך להיות מושפע ממספר גורמי סיכון בשנים הקרובות הכוללים, בין היתר, תנודתיות בשוקי ההון, סיכונים תפעוליים, סיכוני אבטחת מידע (לרבות סייבר) ורגולציה. בעקבות זאת, החברות בענף תמשכנה לבצע מהלכי טיוב, בדגש על צמצום פוליסות וסוכנים הפסדיים, מיקוד ברווחיות חיתומית וצמצום חשיפה למוצרים זוללי הון.

¹ התקנות קובעות כי עבור מצטרפים חדשים, ההפקדה ל-"ביטוח מנהלים" תתאפשר בתנאי ששכרם גבוה מפי שניים ביחס לשכר הממוצע במשק

התשואה הריאלית נגזרת מאמידת עקום אפס ל-20 שנים



מקור: בנק ישראל, עיבוד מידרוג בע"מ

מימון חוץ בנקאי

גבוהה של חוסר ודאות, עם קורלציה גבוהה לעצימות ומשך הלחימה. אנו צופים כי בשנת 2024, ובפרט בחציון הראשון של השנה, קצב הצמיחה הענפי ימשיך להאט ולהתאפיין ברמה מתונה, אם בכלל, בין היתר, בשל הסיכון הגובר בקרב הלווים בענף, הקשחת תנאי המימון על ידי המערכת הבנקאית, חוסר הנגישות של חלק מהחברות בענף (בעיקר חברות קטנות ובינוניות) לשוק החוב נוכח תשואות אג"ח גבוהות, וירידות בשווי החברות בשוק ההון. 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 ובסביבה המאקרו-כלכלית.

אנו מעריכים כי עלויות מקורות המימון תמשכנה להעיב על החברות בענף, נוכח צפי להמשך סביבת ריבית גבוהה במשק, במקביל להמשך הידוק החיתום מצד השחקניות בענף, בשל העלייה ברמת הסיכון במשק, כך שהמרווח הפיננסי צפוי להוסיף ולהישחק. בנוסף, נוכח הסביבה המאקרו-כלכלית, כמתואר לעיל, ובפרט על רקע לחימה מתמשכת, אנו צופים המשך עלייה בהוצאות להפסדי אשראי ובמחיקות, בשל הערכתנו להמשך שחיקה בכומר החזר האשראי של הלקוחות בענף, וכן ריכוזיות וחישיפה מוגברת לענף הנדל"ן. בשל כך, אנו מעריכים כי תחול שחיקה במדדי הרווחיות, אשר ימתנו גם הם את קצב הצמיחה הענפית, כאשר אלה יושפעו, בין היתר, מעצימות ומשך הלחימה, וכן מקצב התאוששות המשק בסיומה. אנו מצפים, כי בשל הסביבה העסקית המתגברת והעלייה ברמת הסיכון במשק, כאמור לעיל, החברות בענף תפעלנה לעיבו מערך ניהול הסיכונים ובפרט, להמשך עיבו 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, לרבות הגברת השקיפות ושיפור דרכי ההתנהלות בו.

שנת 2023 הייתה שנה מאתגרת לחברות בענף המימון החוץ בנקאי. מחד גיסא, השנה התאפיינה בהמשך צמיחה בתיקי האשראי בקרב מרבית החברות הפועלות בענף, אם כי בקצב מתון יותר ביחס לקצב הגידול שנראה בשנים קודמות. מאידך גיסא, לצד הגידול בפעילות, בשל סביבה מאקרו-כלכלית מרסנת הכוללת, בין היתר, סביבת אינפלציה וריבית גבוהות, חלה שחיקה באיכות הנכסים בענף, אשר באה לידי ביטוי בגידול רוחבי בשיעור החובות הבעייתיים מתיקי האשראי ובהפרשות להפסדי אשראי חזויים. בד בבד, התמורות המוזכרות לעיל, הובילו לגידול בסיכון הנזילות ולשחיקה בנגישות החברות למקורות מימון בשנת 2023, כתוצאה מנגישות נמוכה לשוק החוב, בעיקר בקרב החברות הקטנות והבינוניות בענף. מגמות אלו התחזקו על רקע מלחמת "חרבות ברזל", אשר מגדילה 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.

בדומה למגמה בשנים קודמות, לחברות בענף קיימת רוחניות עודפת ביחס למערכת הבנקאית ולחברות כרטיסי האשראי, בשל רמות הסיכון בהן החברות בענף פועלות, אם כי ברמה מתונה יותר ביחס לשנים האחרונות, בין היתר, עקב 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, לצד גידול בהוצאות להפסדי אשראי, כאמור לעיל. אנו צופים כי בשנת 2024, 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 להעיב על קצב הצמיחה הענפי ותהא מאופיינת ברמה

מימון מובנה 2

איגוח ככלי לפיתוח שוק ההון המקומי והגדלת היצע האשראי במשק

להוביל להוזלת האשראי לעסקים, ובכך לסייע רבות לפיתוח הכלכלה המקומית. בדין הישראל הקיים, אין הסדר משפטי ייעודי לעסקאות איגוח. היעדר אסדרה בתחום - מיסויית, משפטית וחשבונאית כאחד, מהווה חסם משמעותי המונע את התפתחות שוק האיגוח בישראל. עם זאת, ביום 30 ביולי, 2023, פרסם משרד המשפטים את תזכיר חוק הסדרת עסקאות איגוח (תיקוני חקיקה), התשפ"ג-2023, בד בבד עם הפצת התזכיר לתיקון פקודת מס הכנסה, התשכ"א-1961, על ידי משרד האוצר, ובו הסדר המס שיחול על עסקאות איגוח. תזכירי חוק אלה כרוכים זה בזה ויוצרים יחדיו מנגנון לאסדרת עסקאות איגוח בישראל. ראוי לציין, כי בתזכירים נדרשים תיקונים נוספים והכרחיים (בעיקר בהיבטים מיסויים) על מנת לקדם עסקאות איגוח בישראל, אולם הם מהווים תשתית ראויה ליצירת סטנדרטיזציה בענף. להערכתנו, סביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת, אשר בשנתיים 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 תזרים מזומנים, בעוד שחברות עסקיות - כגון ליסינג, תשתיות, נדל"ן ופיננסים, מחפשות לגוון ולהוזיל את מקורות המימון. לאור זאת, שנת 2024 עשויה להיות שנת מפנה בתחום המימון המובנה, ולהתאפיין בהתפתחות מהירה של הענף.

עסקאות איגוח מהוות מכשיר פיננסי חשוב בשוק 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 בלתי-אמצעי בשוק ההון, חלק השימוש במערכת הבנקאית. כמו כן, עסקאות איגוח עשויות להוות כלי משמעותי לפיזור סיכונים להעברתם 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, כ-18% בהולנד, כ-10% באנגליה ובלגיה וכ-9% בספרד.² 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 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 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

2 פרופ' אמיר ירון: "האיגוח ככלי לקידום שוק האשראי בישראל", יולי 2021.



קמעונאות המזון

ענף דפנסיבי בעל ביקושים יציבים הממתנים את הסיכונים מצד התנאים המאתגרים בשווקים

בשנת 2023 הציגו מחירי המזון עליות במרבית הקטגוריות בעקבות העלאות מחירים שביצעו רשתות השווק בעיקר כמענה לעליות מחיר מצד הספקים כפונקציה של מבנה העלויות (עלויות מחירי חומרי הגלם והתחזקות שערי החליפין). עפ"י נתוני "Storenext"³, בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2023 נרשמה עלייה של כ-5% במכר הכספי בשוק ה-FMCG המבורקד בישראל לעומת כ-1.8% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022. השינוי הריאלי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 עמד על כ-0.2% לעומת ירידה של כ-2.5% בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2022 וצמיחה ריאלית שלילית של הענף גם בתקופה המקבילה בשנת 2021. שנת 2023 הייתה שנה מאתגרת לענף עם סביבה מאקרו כלכלית חלשה, אינפלציה גבוהה ותחרות גבוהה, יחד עם כניסת הרשת הבינ"ל "קרפור". התנאים המאקרו כלכליים הביאו את הצרכנים להיות ממוקדי מחיר, תוך הקטנת סלי צריכה והעדפה של רשתות ה"דיסקאונט" על חשבון רשתות "הסיטי" בערים המרכזיות המאופיינות במחירים גבוהים יותר. עליות מחירים מצד ספקי המזון והיצרניות השונות הביאו לעליות מחירים ברשתות שיווק המזון במספר

פעילות. בצד אלו, החברות בענף רשמו עלייה בתשומות התפעוליות ביניהן הוצאות השכר עם עדכון שכר המינימום, התייקרות עלויות השכירות לצד עלויות תפעוליות נוספות (חשמל, מים, ארנונה ועוד) ואלו העיבו על הרווחיות התפעולית.

להערכתנו השפעת המלחמה על השחקניות בענף הנה מוגבלת. שנת 2024 תושפע מתנאים מאקרו כלכליים אשר עודם נמצאים באי ודאות, בין היתר לאור משך, היקף ואופי המלחמה. מצבם הפיננסי של הצרכנים יוביל את דפוסי הצריכה. נתוני עבר מצביעים על גידול בצריכה הפרטית בשנה אחרי מלחמה למול ממוצע רב שנתי. להערכתנו, הגידול בענף בשנת 2024 יושגת על הגידול הטבעי באוכלוסיה. התחרות בענף תוותר גבוהה. מחוללי הצמיחה יתבססו על פתיחת סניפים והרחבת תחומי פעילות במקביל להשקעה במוטג פרטי ופלטפורמת האון ליין. תנאי הסחר עלולים לגרום להתייקרויות הייבוא אך אלו עשויים להתקזז אם תבוצע העלאת מחיר מצד ספקיות ורשתות שיווק המזון. לאחר עלייה בהוצאות התפעוליות במהלך שנת 2023, אנו מניחים כי ההוצאות התפעוליות של חברות קמעונאיות המזון בשנת 2024 ימשיכו להיות גבוהות לעומת שנים קודמות אך קצב הגידול בהן יתמתן.

חברות התעשייה

פחות השקל, סביבת ריבית גבוהה ולחצים אינפלציוניים ימשיכו להעיב על הרווחיות

בשנת 2023 אנו עדים להמשך התייקרות עלויות חומרי הגלם של החברות היבואניות והיצרניות, בעיקר נוכח פחות השקל למול מטבעות הסחר העיקריים (אירו ודולר), אשר אינו תואם לעליית מחירי המכירה. ברקע סביבה אינפלציונית מאתגרת ועלויות מימון גבוהות. אלו מגיעים לאחר שנה וחצי של שיבושים בשרשרת האספקה ועלויות אנרגיה גבוהות נוכח מלחמת רוסיה-אוקראינה. כל אלו הביאו לשחיקת מדדי הרווחיות. מדד מנהלי הרכש בישראל (PMI) לחודש אוקטובר 2023 מעיד על התכווצות בפעילות התעשייתית. המדד הושפע לרעה מהמלחמה והדבר ניכר במעבר של רכיב ההזמנות המקומיות להתכווצות לאחר שהיה במשך 18 חודשים במגמת התרחבות. רכיב ההזמנות ליצוא ירד גם הוא, וזאת בהמשך למגמה של החודשים האחרונים. רכיב התעסוקה התחזק מעט אולם גם הוא נמצא במגמת התכווצות בחודשים האחרונים. רכיב תפוקות הייצור נמצא בהתרחבות, גם בחודשים האחרונים. יצוין כי השפעת המלחמה אינה אחידה, ובחלק מהתעשיות, למשל הביטחוניות, הפעילות גדלה באופן משמעותי. התמ"ג העסקי הציג במחצית הראשונה לשנת 2023 צמיחה של 3.9%, וזאת לעומת

צמיחה של 6.0% במחצית הראשונה של שנת 2022. **להערכתנו, תנאי הריביות, האינפלציה ותנאי הסחר (השקל מול המטבעות העיקריים) השוררים כיום ימשיכו להעיב על רווחיות חברות התעשייה בשנת 2024.** המלחמה צפויה להביא לעליה בעלויות הלוגיסטיקה והשילוח בכל דרכי ההובלה (אוויר, ים ויבשה), לצד שיבושים אפשריים בשרשרת האספקה. בנוסף, חברות תעשייתיות המייצרות חומרי גלם לבניה מושפעות לרעה מעצירות ועיכובים בפרויקטי בניה רבים עקב המלחמה. אנו מניחים כי עלויות האנרגיה יעיבו על מבנה העלויות של החברות בטווח הקצר, בהמשך להערכת Moody's כי מחירי הנפט יוותרו יחסית גבוהים ותנדודתיים ב-3-6 חודשים הקרובים, ולאורך זמן מחירי האנרגיה יתמתנו. מידרוג מניחה כי חברות להן קיימת מדיניות גידור אפקטיבית, יוכלו להפחית במידה מסוימת את חלק מהסיכונים שצוינו לעיל.

³ Store Next - מגמות מרכזיות בשוק מוצרי הצריכה בישראל - סיכום ספטמבר 2023.

חברות קבלנות בניה ותשתיות

צפי לשחיקה ברווחיות החברות בענף נוכח מחסור מתמשך בעובדים בענף הבניה ועיכובים בפרויקטים

עלויות המימון הגבוהות בשנה וחצי האחרונות, יחד עם האטה בתחום הנדל"ן למגורים, הובילו לירידה מסוימת בהיקפי הפרויקטים הקבלניים. אנו מניחים פגיעה בטווח הקצר בענף קבלניות הבניה והתשתיות, בשילוב עם המלחמה שהביאה להשבתה זמנית של אתרי בנייה ומחסור בכוח אדם בענף, שגם טרום המלחמה שרר בו מחסור בעובדים. אנו צופים לחץ על מדדי הרווחיות כשהמחסור המתמשך בעובדים צפוי להוביל להתייקרות בעלויות השכר, וזאת יחד עם גידול בעלויות שילוח, עלייה במחירי חומרי הגלם כתוצאה מתנאי הסחר ועלויות המימון הגבוהות. נראות ההכנסות בענף נמוכה והינה בעלת מתאם גבוה לאופי הענף שהינו פרויקטאלי. להערכתנו, פרויקטים שונים בחלק מהחברות עלולים להתעכב נוכח השפעות המלחמה

יבואני רכב

אתגרים רבים בפתחה של שנת 2024 לשחקניות בתחום. צפי לשחיקת הרווחיות

על פי נתוני איגוד יבואני הרכב בישראל, באחד עשר החודשים הראשונים של שנת 2023 מספר מסירות כלי הרכב הפרטיים החדשים עלה בכ- 4.5% לעומת תקופה מקבילה אשתקד, מ- 243 א' כ"ר ל- 254 א' כ"ר. להערכת מידרוג, ניתן לייחס את הגידול להיצע רכבים מוגבל בשנת 2022 לאחר המגיפה, נוכח שיבוש בשרשרת האספקה ועליית מחירי הסחורות וההובלה. כמו כן שינויים צפויים בהטבות המס לכלי רכב חשמליים והיברידיים החל משנת 2024, יצרו אף הם קטליזטור לעלייה במסירות בשנה זו. מאזן הכוחות בתחום עובר לטובת החברות המייבאות כלי רכב חשמליים והיברידיים, וניתן לראות כי באחד עשר החודשים הראשונים לשנה, נמסרו 106 אלף כ"ר חשמליים והיברידיים (47 אלף חשמליים) המהווים 40% ממסירות כלי הרכב בתקופה (לעומת 78 אלף כ"ר חשמליים והיברידיים בכל שנת 2022 המהווים כ-29% מכלל מסירות כלי הרכב בשנת 2022). להערכת Moody's⁴ ככלי הרכב החשמליים בעולם יהוו 16% מסך כלי הרכב בשנת 2024 לעומת 10% בשנת 2022. בשנת 2023, הענף התמודד עם החלשות של השקל ביחס למטבעות היבוא ועלייה ברמת התחרות עם כניסת מותגים חדשים, בדגש על רכבים חשמליים מסין והענף מתאים עצמו למעבר לכלי רכב

ואלו עשויים לגרום לעלייה בהון החוזר ולעיכובים בעיתוי ההכרה בהכנסה ולשחיקה ברווחיות. על פי נתוני הלמ"ס, ב-9 החודשים הראשונים בשנת 2023 נרשמה צמיחה של כ-5.4% בהשקעות בנכסים קבועים בישראל (בהשוואה ל-9 החודשים הראשונים בשנת 2022). תחזית בנק ישראל מחודש נובמבר 2023 חוזה צמיחה בהשקעות בנכסים קבועים בישראל של כ-2.0% בשנת 2023 (ברבעון 4 2023 צפויה ירידה עקב המלחמה) וכ-1.0% בשנת 2024. בטווח הבינוני-הארוך, מבחינת סביבת הביקושים, אנו מניחים כי פרויקטי התשתיות יחזרו למסלולם, זאת יחד עם השיקום הנדרש של אזור עוטף עזה. לאורך זמן, הביצועים התפעוליים של החברות בתחום תלויים רבות במצב הגיאופוליטי בישראל, בצמיחת המשק, בהיקף כוח האדם הזמין ועלותו, במבנה שרשרת האספקה ובמגמות בתחומי הנדל"ן בישראל.

חשמליים.

המלחמה מעיבה על תוצאות החברות בתחום. החל ממועד תחילת המלחמה, ישנה ירידה במכירות כלי רכב חדשים בקרב היבואניות - מספר המסירות של כלי הרכב הפרטיים בחודש נובמבר 2023 ירד בכמעט 60% לעומת המסירות בתקופה המקבילה אשתקד. אולמות התצוגה של היבואניות היו סגורים בתחילת המלחמה ובהמשך פעלו באופן חלקי. בנוסף, מבחינה לוגיסטית, המצב הגיאופוליטי מהווה סיכון בקשר עם שינוי נתיבי השיט והתארכות זמן ההגעה לנמל היעד של האוניות אשר נושאות את הרכבים. אנו מעריכים כי בשנת 2024 תהיה ירידה במסירות כלי רכב חדשים ושחיקה ברווחיות החברות בענף כתוצאה מפגיעה בהטבות המיסוי לרכבים ירוקים (בינואר 2024 יעלה מס הקנייה על הרכב החשמלי מ-20% ל-35% ומס הקנייה על רכבי פלאג אין היברידי יעלה מ-55% ל-83%), עלייה בעלויות שילוח וביטוח וסביבת שערי חליפין מאתגרת. שערי החליפין התנודתיים הינם גורם סיכון אינהרנטי לענף ולהערכתנו ימשיך להעיב על השחקניות בתחום ועלול להביא לעלייה בצורכי ההון החוזר וברמות החוב. כמו כן, עליות במחירי החלפים ועליית שערי החליפין ממשיכים להביא לעלייה במחירי כלי הרכב ולפגיעה בביקושים, כשבמקביל האינפלציה והריבית הגבוהה מייקרות את ההלוואות לרכישת רכב.

⁴ Automotive Global – "Outlook stays negative on slimmer margins; improved supply chain helps volume", 07 June 2023, Moody's Investors Services

ליסינג

תנאי שוק תומכים בשנתיים האחרונות הובילו לעלייה בשווי הרכבים ורווחיות עודפת, ולאורך זמן אנו מניחים התמתנות

גבוהה בניהול הציים. לאורך זמן, צמיחת הענף מוגבלת, ומאוימת מצד התפתחויות כלכליות, דמוגרפיות וסביבתיות שיספיעו על הביקוש לכלי רכב. להערכתנו, המלחמה צפויה להביא לירידה מתונה בביקושים מצד השוק הפרטי אם כי התחבורה ציבורית והרכבת הקלה עדיין אינם מהווים תחליף ראוי בשלב זה. אנו צופים פגיעה בפעילות ההשכרה לזמן קצר נוכח הפגיעה בתיירות. תנודתיות בשוקי החוב בישראל, עלולה להשפיע לשלילה על גמישותן הפיננסית של חברות הליסינג, להן תלות גבוהה בשוק החוב נוכח צרכי מיחזור גבוהים לשמירה על צי הרכבים ונתחי השוק.

לאחר שנתיים חזקות לחברות בתחום שאופיינו בביקושים חזקים, עליות מחירים ורישום רווחי הון, שנת 2023 אופיינה בירידה במחירי כלי הרכב המשוקללים (משומש וחדש) הנובעת מירידה במחירוני רכבים משומשים לאחר חזרה לשווי משקל של היצע מול ביקוש. זאת, לצד ירידה בשיעורי ההפחתה, צפויים להערכת מידרוג למתן את רווחי ההון של חברות הליסינג אך הם עדיין יהיו גבוהים ביחס לרמתם טרום הקורונה. בשנת 2024 הסביבה האינפלציונית וסביבת הריביות הגבוהה, ימשיכו להעיב על החברות בתחום. אנו מניחים המשך יעילות יחסית



ענפי הנדל"ן

4

יזום בנייה למגורים

האטה בביקוש לדירות מגורים צפויה להימשך בחודשים הקרובים יחד עם התארכות משך הפרויקטים והמשך ירידות מחירים בשוק תוך שחיקה ברווחיות היזמים גם לנוכח העלייה בהוצאות המימון

ענף היזום למגורים ניצב בפני סיכון גבוה יחסית בטווח הקצר בשל ההאטה החדה ברכישת דירות חדשות בתקופה המלחמה ובעקבותיה, התייקרות עלויות המימון ואתגרים תפעוליים בשל מחסור בעובדים ברקע המלחמה. **מידרוג מעריכה כי המלחמה תוביל בטווח הקצר לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות וזאת ברקע סנטימנט צרכני שלילי, אי וודאות כלכלית וחששות ביטחוניים.**

טרם המלחמה, ענף יזום הנדל"ן למגורים נכנס למחזור של האטה בהיקף העסקאות שהחל בתחילת 2022, בעיקר בשל עליית הריבית וברקע מכירות גבוהות מאוד בשנים הסמוכות, עם תחילת ההתאוששות ממגיפת הקורונה. על פי הלמ"ס, נתוני המגמה של מכירת דירות חדשות מצביעים כי מחודש ספטמבר 2021 ועד מרץ 2023 נרשמה ירידה של 3.7% בממוצע לחודש במספר הדירות החדשות שנמכרו. עם זאת החל מאפריל 2023 נרשמה עלייה בשיעור של 2.0% בממוצע לחודש. בתוך כך, בשלושת החודשים יולי-ספטמבר 2023 נמכרו 7,710 דירות חדשות - עלייה של 9.4% בניכוי עונתיות בהשוואה לחודשים אפריל-יוני 2023. בסוף ספטמבר 2023 מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ- 61.4 אלפי יח"ד ושיקף נתון גבוה של כ- 21.5 חודשי מכירה. כ-50% מהמלאי נמצא במחוזות תל אביב (30.7%) והמרכז (25%). ניצני ההתאוששות שניכרו בחודשים שלפני המלחמה נבלמו עם פרוץ המלחמה ואינם צפויים להתאושש במידה משמעותית בחודשים הקרובים, להערכתנו. בתוך כך, מידת הביקושים משתנה בין אזורי המדינה, כתלות במאפייני הביקוש, היצע הדירות ומחירי הדירות. להערכתנו, הביקוש לדירות בעלות ממ"ד יהווה גורם חיובי בביקושים.

הירידה בעסקאות עלולה להוביל לירידה במחירי הדירות החדשות בשיעור חד מזה שנרשם עד כה מתחילת השנה. עליית מחירי הדירות החדה שאפיינה את השנים 2021-2022 נבלמה ברבעון האחרון של שנת 2022 והחל מהחודשים אוקטובר 2022 נרשמה ירידה במדד הלמ"ס למחירי הדירות של 3.9% במונחים שנתיים עד למדד של חודשים אוגוסט-ספטמבר 2023, וזאת לאחר ירידה רצופה בחמישה החודשים האחרונים, אשר נבלמה נכון לנתוני אוגוסט-ספטמבר 2023. שינויים אלו במדד מחירי הדיור עולים בקנה אחד עם הצעד היזום שנקט בנק ישראל להעלאת הריבית.

התנאים הנוכחיים צפויים להוביל להמשך ירידה בתחלות הבנייה שהחלה בשנה האחרונה. על פי נתוני הלמ"ס היקף התחלות הבנייה הסתכם בכ- 57.8 אלפי

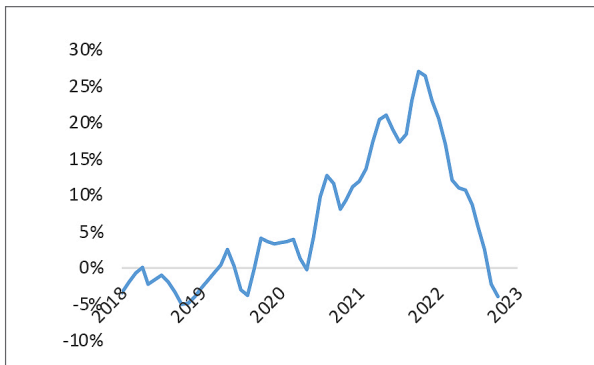
דירות ב- 12 החודשים שבין יולי 2022 עד יוני 2023, ירידה של כ- 20.3% לעומת 12 החודשים הקודמים. בשנים 2021 ו- 2022 התחלות הבנייה רשמו עלייה לרמה של 73.7 א' דירות ו- 77.4 א' דירות, בהתאמה, זאת לעומת 52-54 א' דירות לשנה בשנים 2018-2020. היקף התחלות הבנייה בשנים אלו הושפע גם מקצב השיווק של דירות בסיבסוד ממשלתי. להערכת מידרוג מגמת הירידה בהתחלות הבנייה תימשך לתוך שנת 2024 ובטווח הבינוני תהיה לכך השפעה על מחירי הדירות. ירידה מסוימת בריבית בטווח הבינוני תסייע בהתאוששות הענף. עיקר החוב של חברות הנדל"ן למגורים הינו הלוואות צמודות פריים המממנות פרויקטים בהקמה וקרקעות.

עליית הריבית הגבירה במידה משמעותית את הלחץ הפיננסי על חברות נדל"ן למגורים והגבילה את נגישותן למקורות מימון, בהשוואה לשנים הקודמות בהן נהנו החברות מהיצע מימון נדיב וזול. להערכת מידרוג, מנפיקים המאופיינים במינוף גבוה ובהוצאות מימון תזרימיות כבדות, בעיקר בגין קרקעות, עלולים להציג ירידה חדה בתזרימי המזומנים ואף הפסדים ברקע ההאטה במכירות תוך היחלשות באיכות האשראי.

מנפיקים הנדרשים למחזור חוב בהיקף משמעותי בשנה - שנתיים הקרובות, יכול ויידרשו למכירת קרקעות ו/או הכנסת שותפים בפרויקטים. מגמה זו כבר החלה והתגברה בשנה האחרונה עוד טרם המלחמה. בצד התפעולי, לאור מחסור בעובדים ששרר עוד טרם המלחמה, עשרות אלפי עובדים פל-סטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל ולכך צפויה להיות פגיעה במשך הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים עלולות לגדול כתוצאה מהתייקרות הוצאות השכר וחומרי גלם וכן גידול בעלויות מימון שכר דירה לדיירים בפרויקטים של התחדשות עירונית. לעיכובים בפרויקטים ולגידול בעלויות ההקמה עלולות להיות השלכות שליליות על מנפיקים שכן תקופת ההכרה בהכנסה מתארכת ומאידך עלויות המכר ועלויות המימון עלולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ויחס כיסוי הריבית בפרט.

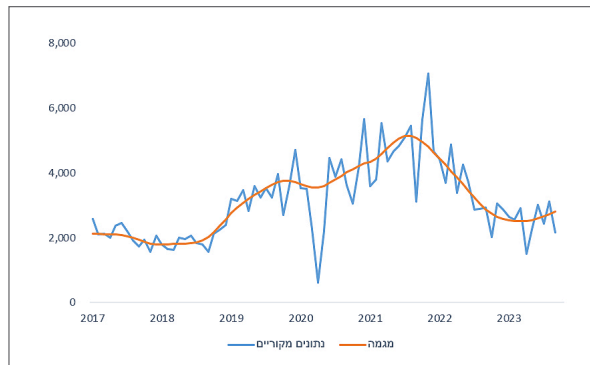
אין וודאות רבה לגבי התפתחות הביקושים בטווח הבינוני, והדבר תלוי בהיקף הלחימה ומשכה וכן כתלות גם במגמות הריבית, שיעור האבטלה והצמיחה הכלכלית. להערכת מידרוג, גורמים אשר יכולים להשפיע לחיוב על הביקושים, הינם הגירה חיובית של יהודי התפוצות והתערבות ממשלתית, כדוגמת הפחתת שיעור מס הרכישה על משקיעים. לאורך זמן הביקוש לדירות מגורים מושפע לחיוב מביקושים פונדמנטליים הנובעים מהצמיחה במשקי הבית בישראל, לצד הליכי תכנון ובנייה ארוכים ומורכבים המכבידים על היצע הדירות ואלו יובילו לשחרור ביקושים שנבלמו בתקופת המלחמה ועוד לפנייה.

אחוז שינוי שנתי במחירי דירות חדשות



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על שינוי במחירי שוק הדירות, נובמבר 2023

מכירות דירות חדשות



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על דירות חדשות שנמכרו, נובמבר 2023

נדל"ן מניב בישראל

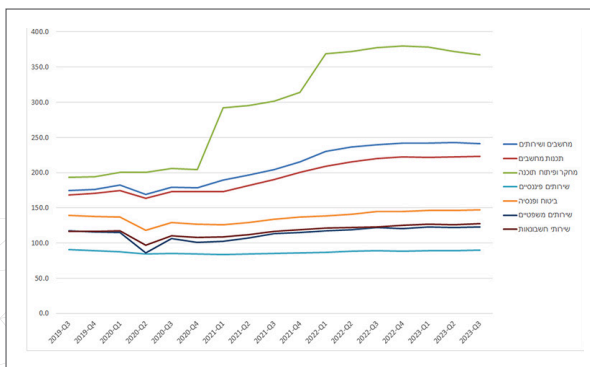
מעבר לעירוב שימושים של מסחר, מגורים, פנאי ותעסוקה צפוי להוות אלטרנטיבה למרכזים הסגורים ולאן-ליין

ההייטק. ההשפעה של האטת הביקושים על מחירי השכירות ושיעורי התפוסה מחלחלת לתזרים באופן הדרגתי בשל משך חוזים ארוך. כך גם מגמת העלייה בריבית לנוכח מח"מ החוב.

להערכת מידרוג, המגמה השלילית צפויה להימשך במהלך שנת 2024 בחוזים חדשים וחוזים שיחודשו. בשנה הקרובה הענף עלול לחוות ירידה בשיעורי התפוסה להערכת מידרוג, בעיקר באזורי הביקוש המרכזיים בתל אביב שהיוו לאורך השנים מיקום מועדף לחברות הייטק בשל היצע גדל של שטחי משרדים. אזורי הביקוש המרכזיים צפויים לחוות ירידה חדה יותר במחירים, אולם היצע משרדים חדש ואיכותי עשוי להשפיע לחיוב על הביקושים. האזורים הסובבים את תל אביב שנהנו גם הם מהעלייה בביקושים שאפיינה את השנים הקודמות, עלולים לחוות קשיים גבוהים יותר באכלוס שטחים חדשים או שטחים שמתפנים.

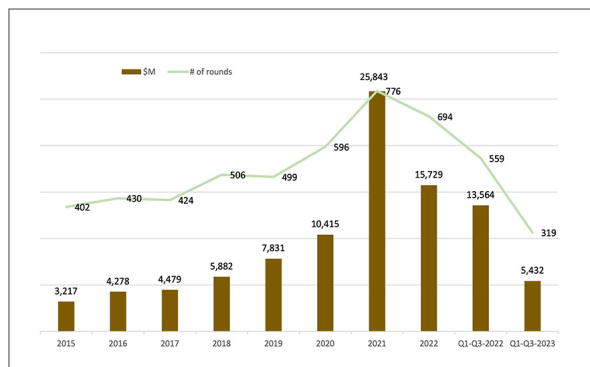
בסקטור המשרדים, מאז המחצית השנייה של 2022 מורגשת האטה בפעילות הנובעת מהאטה בביקוש למשרדים ומתבטאת בהתארכות משך זמן השיווק של שטחי משרדים חדשים ושטחים שהתפנו, התקצרות מח"מ החוזים החדשים, גידול בהשכרות משנה על ידי שוכרים וירידה במחירי השכירות בשל כך. המגמה השלילית הינה בשל האטה הכלכלית בעולם ובישראל ובפרט האטה בהיקף ההשקעות בסקטור ההייטק שהיווה מנוע חזק לביקושים למשרדים בישראל. אזורי הביקוש המרכזיים למשרדים בתל אביב וסביבתה הקרובה חוו עליות מחירים חדות בשנים 2019-2021 בשל ההשקעות הגבוהות בענף ההייטק שהשפיעו גם על ביקושים מצד פירמות ועסקים מסחריים במעגלים הסובבים את ענף

מדד משרות שכיר לפי ענפים כלכליים ראשיים נבחרים (100=2011) 2020-2023



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על דירות חדשות שנמכרו, נובמבר 2023

היקף הגיוסים של ענף ההייטק הישראלי (במיליארדי דולר) ומספר סבבי הגיוס, 2015-2023



מקור: נתוני הלמ"ס - הודעה לתקשורת על דירות חדשות שנמכרו, נובמבר 2023

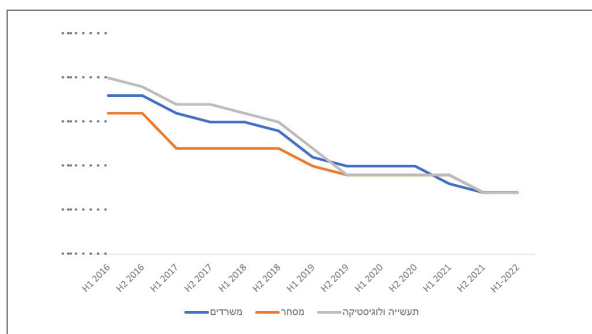
להערכת מידרוג, ברבעונים הקרובים ענף הנדל"ן המניב עלול להציג ירידות בשווי נכסי נדל"ן זאת לאחר עליות שווי נכבדות שנרשמו בשנים האחרונות.

למרות העלייה החדה בריבית, ענף הנדל"ן המניב ניהנה במהלך שנת 2023 משיעורי תפוסות גבוהים יחסית ומהצמיחה בכלכלה הישראלית שהתבטאה באינפלציה שתרמה לעליית ההכנסה התפעולית מהנכסים וקיזזה את ההשפעה השלילית של עליית הריבית. בשונה מישראל, בארה"ב ובאירופה נרשמו במהלך שנת 2023 ירידות חדות למדי בשווי של נדל"ן מסחרי. על פי נתוני Moody's⁵, סקטור המולטיפמילי הוביל עם שיעור ירידה של 16% במהלך 2023 בהשוואה לרמות השיא בשנת 2022 וסקטור המשרדים רשם ירידה של 11% במהלך שנת 2023 בהמשך לירידות בשנים הקודמות. סקטור התעשייה היה היחיד בו נרשמה עלייה של 2%. באירופה נרשמו ירידות חדות במיוחד בסקטור המשרדים בשיעור של 25% מאז השיא בתחילת 2022, ואילו נכסי תעשייה רשמו ירידות של 18%. בישראל לעומת זאת, למעט בסגמנט נדל"ן למגורים להשכרה, לא נצפו בשנה החולפת ירידות ערך בסגמנטים העיקריים של הנדל"ן המניב, זאת על בסיס הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות בענף. יש המייחסים זאת בין היתר למיעוט עסקאות בשוק המקומי, מבנה מימון גמיש יחסית של הנכסים והתייקרות בעלויות הבנייה.

להערכת מידרוג, האטת הצמיחה ושיעורי ריבית שיוותרו ברמה גבוהה יחסית עלולים להתבטא בירידות ערך של נדל"ן מניב בשנה הקרובה בישראל.

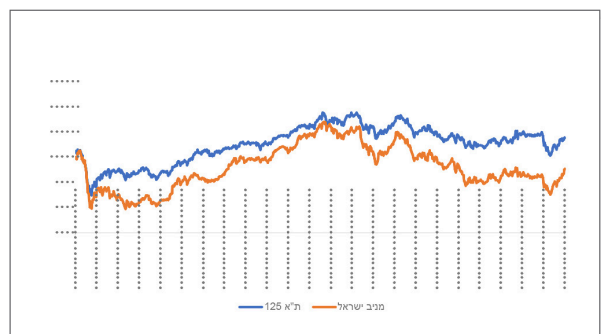
סקטור הנדל"ן הקמעונאי מאופיין במחזוריות רבה יותר בהשוואה לענף הנדל"ן המניב בכללו בשל החשיפה למגמות בצריכה הפרטית, ובייחוד לתחומי ההלבשה והאופנה, הביילוי והפנאי. תחומים אלו מאופיינים בתחרות עזה, בחסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לטעמים המשתנה של הצרכנים. הצריכה הפרטית של מוצרים, ובפרט בתחומי הלבשה, אופנה ובית מצויה במגמה ארוכת שנים של הסטה לטובת רכישות און-ליין על חשבון קיטון בשטחי מכירה פיזיים וגידול בשטחי אחסון ולוגיסטיקה. מעבר לכך, הצריכה הפרטית רגישה למחזוריות הכלכלית ולאירועים אקסוגניים. גורמים אלו מעלים את רמת הסיכון בסקטור בייחוד בתקופה של האטה כלכלית ועלייה באבטלה. בשנת 2023 סקטור הנדל"ן הקמעונאי רשם ביצועים תפעוליים נאים עם שיעורי תפוסה גבוהים, כניסה של מותגים חדשים וגיוון קמעונאי, וצמיחה בפדיונות בשל המשך התאוששות ממשבר הקורונה. שיעור דמי השכירות לפדיונות נע בטווח לא נמוך של 9.5%-12% בקרב בעלי הנכסים הגדולים מבין החברות הציבוריות. עם פרוץ המלחמה בימיה הראשונים נסגרו מרכזי הקניות ברחבי הארץ למעט שירותים חיוניים. החל מהשבוע השני של המלחמה, נפתחו כלל מרכזי הקניות ותנועת הקונים הלכה וגברה ונכון לחודש נובמבר, חזרה תנועת הקונים בקניונים לכ-90% בממוצע מרמתם טרום המלחמה. בין הגורמים שתרמו לגידול בתנועה בחודש נובמבר ניתן למנות את הביקושים שנכבשו מעת פרוץ המלחמה ואת הירידה החדה בטיסות ישראלים לחו"ל. להערכת מידרוג, שנת 2024 צפויה להציג היחלשות בפדיונות של מרכזי המסחר בהשוואה לשנת 2023 בשל צמיחה ממותנת יותר, העלייה בריבית והפגיעה בהכנסה הפנויה. ייתכן כי שוכרים מסגמנטים מסוימים יקלעו לקשיים בשל ההאטה בכלכלה והכבדת דמי השכירות.

מדד ת"א-מניב ישראל ומדד ת"א 125 2020-2023



מקור: הבורסה לני"ע בתל-אביב

שיעורי התשואה לנכסים מניבים בישראל עד למחצית הראשונה של שנת 2022



מקור: סקירת השמאי הממשלתי, משרד המשפטים

⁵ CMBS and CRE CLO's US and Europe – "High rates will challenge refinancing and limit new deals' leverage", 06 Dec 2023, Moody's Investors Services

פרויקטים ותשתיות

5

אנרגיות מתחדשות

מגמת העלייה בריביות ובאינפלציה צפויה לפגוע, במידה מסוימת, בצמיחתן של חברות בענף האנרגיות המתחדשות

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

משק האנרגיה המקומי מציג גידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות. בהתאם לדוח מצב משק החשמל של רשות החשמל לשנת 2022, קצב הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות עלה באופן משמעותי. בשנת 2022 חובר ההספק של כ-1.1 GW באנרגיות מתחדשות, כך שסך ההספק המותקן הסתכם בכ-4.8 GW, ואילו פוטנציאל צריכת אנרגיה מתחדשת מתוך סך הצריכה השנתית עמד על כ-11.9%. בשנת 2022. הגידול בהספק מאנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח, כך שבשנים 2023 ו-2024 צפוי חיבור של כ-1.2 GW בכל שנה, אשר צפויים להביא את סך ההספק המותקן באנרגיות מתחדשות לכ-6.1 GW וכ-7.3 GW, בהתאמה. נציין, כי להערכת רשות החשמל, קיים ספק בנוגע ליכולת המשק לעמוד ביעד הממשלה לייצור מאנרגיות מתחדשות של 20% בשנת 2025. בד בבד, במהלך חודש ספטמבר 2023 רשות החשמל פרסמה 8 שימוע, לפיו רשת החשמל תפנה מקום להספק של כ-2.3 GW באנרגיות מתחדשות ברשת החשמל. להערכת רשות החשמל, ככל וצעד זה יבוצע, יעד הממשלה יושג במהלך שנת 2026. 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, רשות החשמל מפרסמת הליכים תחרותיים להקמת מתקני אגירה ברשת ההולכה ולהוספת מתקני אגירה למתקנים קיימים וכן לקידום שילובה של חברת החשמל בהקמה ותפעול של מתקני אגירה. כך, בהתאם לתחזיות רשות החשמל, בשנת 2024 צפוי כי היקף המתקנים הפוטו-וולטאיים הקרקעיים אשר כוללים אגירה, יעמוד על כ-580 MW, בהשוואה לכ-343 MW בשנת 2023.

שנת 2023 התאפיינה בהמשך מגמת עליות הריבית בעולם, לצד התמתנות באינפלציה, אשר עדיין גבוהה באופן יחסי. נתונים אלו צפויים להמשיך ולהשפיע על ענף האנרגיות המתחדשות בעולם בכלל ובארץ בפרט. להערכתנו, הריביות הגבוהות והגידול בהוצאות המימון הביאו לפגיעה מסוימת ברווחיות החברות בענף, בהשוואה לתחזיותיהן הקודמות והאטה 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. בד בבד, חלק מהכנסותיהן של יצרניות החשמל בענף המקומי הינו צמוד למדד המחירים לצרכן, כך שהשפעת האינפלציה על רווחיותן ממותנת.

במהלך חודש יוני 2023 פרסמה סוכנות האנרגיה הבינלאומית⁶ תחזית לפיה הספק האנרגיות המתחדשות צפוי לצמוח בטווח שבין 5%-10% בשנת 2024, בהשוואה לשנת 2023. בהמשך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. עוד נציין, כי במהלך שנת 2023 מחירי החשמל באירופה ירדו והציגו תנודתיות נמוכה בהשוואה לשנת 2022, לנוכח התמתנות האינפלציה ומציאת חלופות אנרגטיות לגז המיובא מרוסיה, אשר הזרמתו ליבשת פחתה משמעותית, כפועל יוצא מהמלחמה המתמשכת בין רוסיה לאוקראינה. בד בבד, כניסתם לתוקף של הטבות המס המשופרות, לטובת השקעות באנרגיה מתחדשת בארה"ב, הובילו להאצת קצב הצמיחה בענף במדינה. על פי תחזיות החברות השונות בענף, מגמה זו צפויה להמשיך בשנת 2024, באמצעות השקעות מהותיות בפרויקטים שונים בארה"ב.

⁶ IEA: Renewable energy market update June 2023

⁷ דוחות מצב משק החשמל, רשות החשמל.

⁸ שימוע - הנחיות הרשות למנהל המערכת להתחייבות חיבור מתקני ייצור באנרגיה מתחדשת המתחברים לרשת ההולכה והנחיות לבעל רישיון חלוקה במתן תשובת מחלק ברשת החלוקה, רשות החשמל, ספטמבר 2023.

גז טבעי

גידול בהיקף הפקת הגז הטבעי, לצד השקעות לטובת הגדלת היקף בשנים הקרובות

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 הופקו מן המאגרים תמר, לווייתן וכריש כ-19.2 BCM (כ-7.6 ממאגר תמר, כ-8.5 BCM ממאגר לווייתן וכ-3.1 BCM ממאגר כריש), המשקפים גידול של כ-17% ביחס לכמות שהופקה בתקופה המקבילה בשנת 2022, וזאת בעיקר בזכות כניסת מאגר כריש להפעלה מסחרית בסוף שנת 2022. היצוא לירדן ולמצרים ממאגרי תמר ולווייתן גדל לכ-2.0 BCM ו-6.9 BCM, בהתאמה, לעומת כ-0.95 BCM ו-5.6 BCM בתקופה המקבילה אשתקד. במהלך חודש אוגוסט 2023, שותפי מאגר תמר קיבלו אישור ממשרד האנרגיה להגדיל את כמות הייצוא למצרים, כך שבין היתר, המאגר יוכל לייצא כמות מרבית נוספת של 38.7 BCM, כמות שנתיית מרבית של 3.5 BCM וכמות יומית המשתנה על פני תקופות השנה. בשנת 2023 צפויים שלושת מאגרי הגז להפיק היקף מצטבר של כ-25.3 BCM⁹ (תמר כ-9.2 BCM, לווייתן כ-11.1 BCM וכריש כ-5.0 BCM). בהקשר זה נציין, כי כתוצאה ממלחמת "חרבות ברזל" משרד האנרגיה הורה להשבית את הפקת הגז הטבעי ממאגר תמר מתאריך 7.10.2023 ועד ליום 13.11.23. במהלך תקופה זו, מאגר לווייתן סיפק את הגז הטבעי הנדרש למשק, חלף ייצור הגז ממאגר תמר.

על אף התמורות במחירי הגז העולמיים, 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. עם זאת, למגמת עליית המחירים הגלובלית תיתכן השפעה עקיפה ומסוימת על מחירי הגז המקומיים, וזאת בשל רכיבי ההצמדה של החוזים לרכישת גז טבעי בישראל, בעיקר למדד המחירים לצרכן האמריקאי ולרכיב הייצור בתעריף החשמל

(אשר משפיע על מחיר הגז, בחלק מההסכמים מול יצרני החשמל הפרטיים).

נכון למועד כתיבת התחזית השותפים במאגר תמר נמצאים בתהליך של הרחבת המאגר, אשר צפויה להביא את יכולת ההפקה היומית המרבית לכ-1.2 BCM ליום. להערכת השותפויות, תקציב ההרחבה יעמוד על כ-622 מיליון דולר. לאור אי הוודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ומשכה עלולה לחול דחייה בלוחות הזמנים שנקבעו לפרויקט, וכן צפוי גידול בעלויות ההרחבה. בד בבד, כתוצאה מהשפעות המלחמה, הודיעה חברת נתבי גז טבעי לישראל בע"מ על הפסקת העבודות בפרויקט הנחת הצנרת הימית במקטע ההולכה הימי אשדוד-אשקלון, כאשר קיימת אי ודאות לגבי מועד היסיום המשוער של הפרויקט ועלותו הסופית. כמו כן, השותפויות אישרו תקציבים, בטרם קבלת החלטת השקעה סופית, הכוללים השקעות בתשתיות הולכה למצרים, בסך כולל של כ-52 מיליון דולר. עוד נציין, כי השותפות במאגר תמר בוחנות קבלת החלטה לשלב השני של פרויקט ההרחבה. ההחלטה צפויה להתקבל במהלך הרבעון הראשון של שנת 2024.

בד בבד, במהלך חודש יוני 2023 שותפי מאגר לווייתן קיבלו החלטת השקעה סופית לטובת ביצוע פרויקט צינור ההולכה השלישי, בתקציב כולל של כ-658 מיליון דולר. הפרויקט צפוי להגדיל את יכולת אספקת הגז המרבית של המאגר מכ-1.2 BCM ליום לכ-1.4 BCM ליום. במקביל לכך, במהלך שנת 2023 החל פרויקט ההרחבה של מאגר כריש, אשר צפוי להגדיל את יכולת ההפקה השנתית של המאגר מטווח שבין 4.5-5.5 BCM בשנת 2023, לכ-8.0 BCM. להערכתנו, השקעות אלו צפויות להביא לגידול מסוים בסיכוי 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.

⁹ תחזית מעודכנת, המשקללת את השפעת הגדלת ההפקה ממאגר תמר, חלק הפסקת ההפקה ממאגר תמר, כתוצאה ממלחמת "חרבות ברזל".

משק החשמל

המשך פיתוח ושכלול משק החשמל בישראל

הרפורמה 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 השנים 2019-2022 נמכרו תחנות הכוח אלון תבור, רמת חובב וחגית מזרח בסכום כולל של כ-7.7 מיליארד ₪. במהלך שנת 2024 צפויה להימכר גם תחנת הכוח אשכול לדליה חברות אנרגיה בע"מ, בסכום של כ-9.0 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. הקמת יחידה אחת צפויות להסתיים לא לפני חודש מאי 2024, כאשר נכון למועד כתיבת התחזית, חח" לא פרסמה מועד חזוי לסיום ההקמה של היחידה השנייה.

כתוצאה מהמלחמה, משרד האנרגיה הורה על הפסקת אספקת הגז ממאגר תמר לתקופה של מעל לחודש. השבתת המאגר אילצה את חח", בין היתר, לרכוש גז ממאגר לווייתן, חלף רכישה ממאגר תמר. בנוסף, המדינה הורתה לחח", בין היתר, לרכוש מלאי סולר ופחם עודפים, למקרה בו מאגרי הגז כריש ולווייתן יושבתו אף הם וכן לחכור מיכלי אחסון נוספים לסולר. בד בבד, החברה הודיעה על גידול צפוי בחוב הצרכני ועל כך שתידרש לשינוי בהיקף הגבייה מהלקוחות. בנוסף, במהלך חודש אוקטובר 2023 פרסמה רשות החשמל שימוע לפיו, בין היתר, הכנסות עודפות מהמכירה המתוכננת של תחנת אשכול, ישמשו לכיסוי הוצאות המלחמה. כמו כן, הוצע כי במידה והכנסות אלו לא יספיקו לכיסוי עלויות הסולר, הן יוכרו בתעריף לתקופה של שלוש שנים לכל היותר. עוד פורסם, כי ככל ובעקבות המלחמה חח" תידרש להוצאות עודפות אשר לא יינתן להם מענה, הרשות תידרש לכך באמצעות מענה תעריפי במידת הצורך. על רקע דברים אלו, אנו מעריכים כי תעריף החשמל צפוי לעלות במהלך שנת 2024, כאשר ההכנסות הצפויות ממכירת תחנת הכוח אשכול צפויות למתן את העלייה בתעריף במידה מסוימת. במהלך שנת 2024 צפויה להיכנס לתוקפה אסדרה חדשה מטעם רשות החשמל,¹⁰ לפיה מתקני ייצור חשמל מאנרגיה פוטו-וולטאית המשלבים אגירה יוכלו למכור חשמל לצרכנים באמצעות מספקים פרטיים או למנהל המערכת, לפי בחירתם. אנו מעריכים כי בשנים הקרובות פרויקטים חדשים, אשר ישמשו לייצור

חשמל מאנרגיה מתחדשת, יתאפיינו, ברובם, בשילוב של ייצור חשמל מאנרגיה פוטו-וולטאית עם אגירת חשמל על ידי סוללות, כאשר חלק ניכר מהפרויקטים צפויים למכור את החשמל המיוצר ישירות למספק חשמל, חלף מכירה למנהל המערכת. להערכתנו, שינוי זה צפוי להשפיע באופן משתנה על סיכון האשראי של הפרויקטים, כתלות בגורמים שונים, וביניהם, תעריף החשמל ואורך החוזים, לצד איתנותם הפיננסית של מספקי החשמל השונים ולקוחות הקצה.

ייצור החשמל השנתי בישראל לשנת 2023 צפוי לעמוד על כ-78 טרה-וואט, לעומת כ-76.9 טרה-וואט בשנת 2022. הספק הייצור צפוי לעלות ולהגיע לכ-82 טרה-וואט בשנת 2025, בעיקר כתלות בצמיחה בתמ"ג והגידול הטבעי באוכלוסייה. על פי תחזית נגה - חברת ניהול מערכת החשמל בע"מ, הספק הייצור בישראל צפוי לעלות למעל 95 טרה-וואט לקראת שנת 2030. במהלך שנת 2023 ממשלת ישראל אישרה מספר תוכניות, אשר צפויות לתת מענה מסוים לעליה הצפויה בביקוש. בחודש מאי 2023 אישרה הממשלה תוכניות להקמת 3 תחנות כוח חדשות ולהרחבת תחנת הכוח דוראד,¹¹ כמענה חלקי לעליה הצפויה בביקושים. בנוסף, במהלך חודש נובמבר 2023 פורסם מכרז למימון, הקמה והפעלה של תחנת כוח על בסיס גז טבעי, בהיקף של בין 600-900 מגה-וואט, באתר שורק.¹² כמו כן, במהלך חודש זה אישר שר האנרגיה והתשתיות את תוכנית הפיתוח לרשת ההולכה של משק החשמל. 13 התוכנית כוללת מעל ל-400 פרויקטים שונים, אשר צפויים לשפר את אמינות אספקת החשמל, תוך מתן מענה מסוים לעליה בביקוש לחשמל בשנים הקרובות, בין היתר, בעקבות הצפי לצמיחה בכניסת כלי רכב חשמליים ולצד הגידול הטבעי באוכלוסייה. בנוסף, התוכנית צפויה להקל על שילוב מתקני ייצור חשמל באנרגיה מתחדשת. על פי תחזית משרד האנרגיה, מספר הרכבים החשמליים בישראל צפוי לנוע בטווח שבין 600-700 אלף רכבים בשנת 2030. עם זאת, קיימת אי ודאות בנוגע לקצב כניסת הרכבים, אשר תלוי, בין היתר, באפשרויות טעינה. להערכתנו, במידה וקצב הפיתוח של תשתיות חשמל, הכולל את הקמתם של תחנות כוח חדשות ו/או שדרוג תחנות קיימות, יתקדם באיטיות קצב הכניסה של הרכבים החשמליים צפוי לקטון, ולהיפך. עוד נציין בהקשר זה, כי במהלך חודש נובמבר 2023 רשות החשמל פרסמה שימוע, לפיו הוצע להגדיל את התעריף שישולם לבעלי גגות סולאריים בשיעור של עד 30% ולאשר הקמה של מתקנים סולאריים בנחלות מסוימות, עם שטח של עד 1 דונם.¹⁴ אנו מעריכים כי החלטות הממשלה והאסדרות המתוארות לעיל צפויות לצמצם את בעיית היצע החשמל במשק בטווח הבינוני-ארוך, וכי במהלך שנת 2024 צפויות להתפרסם אסדרות ו/או החלטות ממשלה נוספות לטובת הנושא.

¹³ שר האנרגיה והתשתיות אישר את תוכנית הפיתוח לרכישת הולכת החשמל לשנים 2023-2030 בהיקף של מעל ל-17 מיליארד ₪, נובמבר 2023.

¹⁴ שימוע - תעריף המשך למתקני ייצור חשמל בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, נובמבר 2023.

¹⁰ מהפכת הייצור המבוזר יוצאת לדרך, רשות החשמל, ספטמבר 2022.

¹¹ תוכניות לתשתית לאומית, משרד ראש הממשלה, מאי 2023.

¹² פורסמו מסמכי המכרז למימון, הקמה והפעלה של תחנת כח קונבנציונאלית חדשה שתוקם בשורק, משרד האנרגיה, נובמבר 2023.

התקדמות משמעותית בקידום פרויקטי תחבורה ארציים

במסגרת סדרה של תוכניות לתשתיות לאומיות, 15 במהלך שנת 2023 נצפתה התקדמות משמעותית במספר פרויקטי תחבורה מרכזיים, אשר נמצאים בשלבי ייזום, הקמה והרצה שונים ברחבי המדינה, וביניהם קווי רכבת קלה במטרופולין תל אביב וירושלים, הרחבת הקטע המרכזי של כביש 6 והנתיב המהיר. מטרות תוכניות התשתיות הינה, בין היתר, שדרוג מערך התחבורה העירוני והבין-עירוני, יצירת העדפה לשימוש בתחבורה ציבורית באמצעות מערכת תחבורה עתירת נוסעים, הנגשת המרחב העירוני, גישה נוחה למרכזי תעסוקה, פנאי ומרכזים רפואיים, שילוב אמצעי תחבורה ירוקים ועוד. על פי נתוני ארגון ה-OECD, היקף תשתיות התחבורה בישראל נאמד בסכום השווה לכ-50% מהתוצר הגולמי המקומי של המדינה, לעומת כ-70% בממוצע בכלל המדינות החברות ב-OECD. לנוכח השימוש המועט בתחבורה הציבורית וההיקף הנמוך של תשתיות התחבורה בישראל עד כה, ישראל סובלת מגודש התנועה הגדול ביותר בקרב מדינות ה-OECD, כאשר לפי נתוני הארגון, שנת 2019 התאפיינה באובדן תוצר של כ-20 מיליארד ₪ בקירוב כתוצאה מגודש התנועה. 16 קידום פרויקטי תשתיות המתוארים לעיל מתבצע בשיתוף פעולה עם משרד התחבורה, באמצעות חברת נתיבי תחבורה עירוניים ("נת"ע") ועם הרשויות הרלבנטיות. תוכניות ההשקעה השנתיות של מדינת ישראל לפרויקטי תחבורה מבוצעות בשיטת PPP. 17 תוכניות ההשקעה כוללות, בין היתר, את הקמת קווי הרכבת הקלה במטרופולין תל אביב בהשקעה של כ-5.0 מיליארד ₪ עבור הקו הסגול (עם היקף מימון של כ-1.0 מיליארד יורו) ועלות מלאה של כ-19 מיליארד ₪ 18 עבור הקו הירוק (עם היקף מימון של כ-6.5 מיליארד ₪). בנוסף, כוללות התוכניות את פרויקט הארכת הקו האדום והקמת הקו הירוק של הרכבת הקלה בירושלים בהשקעה של כ-5.0 מיליארד ₪ (עם היקף מימון כולל של כ-2.8 מיליארד ₪) וכן את פרויקט הקמת הקו הכחול בהשקעה של כ-9.0 מיליארד ₪ (טרם בוצעה סגירה פיננסית לפרויקט

זה). באזור הצפון כוללות התוכניות, בין היתר, את הקמת קו רכבת נצרת-חיפה בהשקעה כוללת של כ-3.0 מיליארד ₪. בנוסף, מתוכננים פרויקטי הרחבה והוספת נתיב לקטע המרכזי של כביש 6 וקטע 18 בהשקעה של כ-4.0 מיליארד ₪ (עם היקף מימון כולל של כ-2.8 מיליארד ₪) וכן מתוכנן פרויקט הקמת נתיבי תחבורה ציבורית מהירים של נתיבי איילון בהשקעה של כ-2.5 מיליארד ₪ (עם היקף מימון של כ-2.3 מיליארד ₪ לפרויקט זה). בנוסף, מתוכננת הקמת פרויקט המטרו בגוש דן, שעלותו מוערכת במעל ל-150 מיליארד ₪, כאשר הפרויקט צפוי להתקדם במהלך השנה הקרובה בצד התכנוני. פרויקט המטרו צפוי לכלול הקמת 3 קוויים, אשר יבנו בצורה הדרגתית, כאשר הקו הראשון צפוי לחבר את העיר חולון עם מתחם גלילות. להערכתנו, שילוב פיתוח תשתיות תחבורה בתוכנית התשתיות הלאומיות מחזק את רציונל הפרויקטים ואת חשיבותם, בהיותם עולים בקנה אחד עם האינטרסים הכלכליים והלאומיים ארוכי הטווח של מדינת ישראל. מלחמת "חרבות ברזל" הובילה, בין היתר, לירידה בהיקף כוח העבודה, הגבלות על התכנסות, גיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו הובילו, בין היתר, לעיכוב בקידום של פרויקטים הנמצאים בשלבי ההקמה, למחסור בעובדים מקצועיים ייחודיים עקב עזיבה לחו"ל ולמחסור בפועלים בענף הבנייה. כמו כן, דווח על עצירת עבודות ההקמה במיקומים הקרובים לגבול בעקבות הנחיית הצבא ועל קשיים בהגעה לפרויקטים אשר אינם מתפקדים כראוי, לצורך בדיקה וטיפול בתקלות ובפגיעות. בנוסף, יתכן ומבטחים שונים יימנעו מחידוש פוליסות ביטוח המכסות פעולות טרור ומלחמה ו/או יעלו בחדות את מחירי פוליסות הביטוח הנדרשות לתקופת ההקמה והתפעול של הפרויקטים. גורמים אלו עלולים להוביל ליצירת חשיפה גבוהה לסיכונים טרור ומלחמה או לעלייה בהוצאות הפרויקט בהשוואה לתקציב המקורי, בהתאמה. **להערכת מידרוג, השפעות המלחמה עלולות להוביל להתארכות משך עבודות ההקמה ולעלייה כוללת בעלויות ההקמה. והתפעול, אשר עשויים להוביל לפגיעה ביחסי הכיסוי של הפרויקטים.**



15 תשתית לצמיחה.

16 מתוך דוח שנתי של מבקר המדינה - נובמבר 2022.

17 Public Private Partnership

18 כולל עבודות הכנת התשתית אינפרא-1 ועלויות נוספות.

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 ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר 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 אמינים 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 מהלך 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 בדרך 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>

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, המוצגים, 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 הכדאיות 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 מוזהרים 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



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.