

סקירת שוק המשרדים בארה"ב

דוח מיוחד - הערת ענף | מאי 2023

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

אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח
ראשת צוות

Shiranfh@midrog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

עלייה בסיכון של ענף המשרדים בארה"ב משפיעה לשלילה על סיכון האשראי של מנפיקים שיעקר פעילותם בשוק זה

שוק הנדל"ן המסחרי למשרדים בארה"ב חווה אתגרים מתגברים בשנים האחרונות שהגורמים להם נעוצים בעליית הריבית, בשינויים מבניים בביקוש למשרדים ברקע העבודה ההיברידית ובקשיים של בנקים מקומיים, תוך אי וודאות מתמשכת לגבי כל אלו. הקשיים בשוק, בדמות עלייה בשיעורי אי-תפוסה, האטה בדמי השכירות הנומינליים וקשיי מימון צפויים להימשך בשנתיים הקרובות ברקע חשש מהאטה בפעילות הכלכלית בארה"ב ולהכביד על מנפיקים מדורגים שפעילותם ממוקדת בתחום המשרדים בארה"ב. עוצמת ההשפעה על סיכון האשראי של מנפיקים אלו הינה כוללת גם באזורי הפעילות, באיכות הנכסים ובפיזור העסקי. בניתוח רוחבי של מספר חברות המדורגות על ידינו בתחום המשרדים בארה"ב ניתן לזהות מגמה הולכת וגוברת של קושי באכלוס נכסים מסוימים וירידה בתפוסות, בעיקר בנכסים הנמצאים באזורים פריפריאליים. כמו כן ניתן לזהות ירידות שווי בכמות נכסים גדולה יותר מבעבר. במקרים מסוימים ניכרים קשיים במימון מחדש של נכסים.

העלייה בריבית בארה"ב הובילה לשינוי עמוק בסגמנט שוק המשרדים

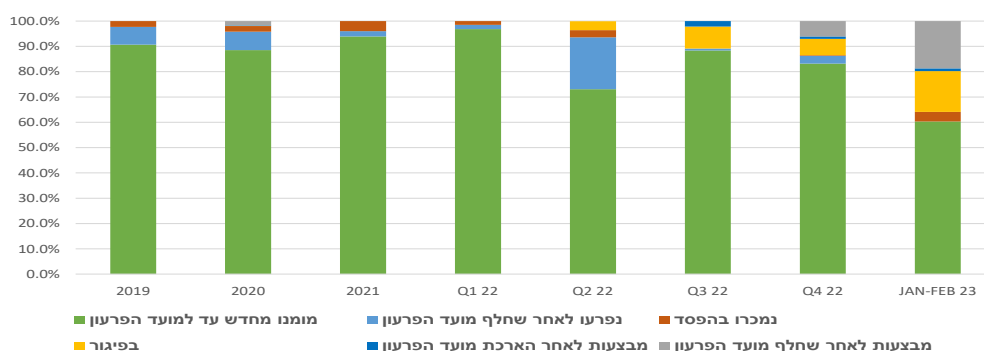
האינפלציה הגבוהה שהרימה ראש בשנת 2022 והציפייה לעליית ריבית מתמשכת הובילו לאי וודאות גבוהה בשווקים הפיננסיים ובפרט בשוק הנדל"ן המסחרי ובשוק המשרדים בתוכו, שווקים המאופיינים ברמת מינוף גבוהה ובצרכי מחזור חוב גבוהים. במסגרת מאבקו בהורדת האינפלציה ליעד של 2% בשנה, החל מחדש מרץ 2022, העלה הבנק המרכזי האמריקאי את ריבית הבסיס מרמה של 0.25% ל-5% כיום. העלאת הריבית המהירה הובילה להאטה ניכרת בהשקעות ובעסקאות חדשות. האטה זו פוגעת בנזילות השוק ומובילה אי וודאות לגבי מחירי נכסים. כמו כן גורמי המימון נוקטים מדיניות דפנסיבית המובילה לקשיי מימון מחדש של נכסים. הריבית הגבוהה, בין יתר הגורמים, החלה לתת אותותיה בדמות עלייה בשיעורי ההיוון ופגיעה בשווי הנכסים - גורם אשר בתורו עלול ליצור כדור שלג מתגלגל בדמות הרעה בתנאים הפיננסיים לחברות הנדל"ן למשרדים ולא-עמידה בקובננטים פיננסיים מסוימים.

במהלך שנת 2022 גופי מימון הקשיחו את דרישות הסף למימון מחדש של נכסים ועסקאות חדשות, כמו רמת המינוף ודרישה להזרמות הונית, כוללת גם באיכות ומאפייני נכסי המשרדים ואזורים גאוגרפיים. על פי נתונים על הסטטוס העדכני של הלוואות CMBS לנכסי משרדים בארה"ב¹, שיעור המימון מחדש של הלוואות אלו הגיע לשפל של 73% בסוף הרבעון השני של שנת 2022, כאשר מאז ועד חודש פברואר 2023 כ-20% מהלוואות שלא מומנו מחדש נפרעו לאחר מועד הפרעון הסופי ובכ-2.8% מהלוואות נמכרו נכסים תוך יצירת הפסד בהלוואות. בנוסף, בחודשים ינואר-פברואר 2023 ניכרת ירידה חדה בשיעור המימון מחדש לרמה של 60.3% וכן עלייה בשיעור ההלוואות בפיגור לרמה של כ-16.1%.

תרשים 1

ירידה בשיעור המימון מחדש (refinance) ובשיעור הפיגורים של הלוואות CMBS למשרדים בארה"ב בינואר-פברואר 2023

סטטוס נוכחי של הלוואות Office CMBS בארה"ב שמועד פרעון חל בין ינואר 2019 לבין פברואר 2023



מקור: Trepp LLC and Moody's Investors Services

¹ CMBS – US: WFH is Decreasing Office Occupancy and Increasing Refinance Risk, Moody's Investors Services, March 24, 2023

היכולת של בעלי נכסים לשאת ולתת עם המממנים על תנאי ההלוואה תלויה באזור הפעילות ובאיכות הנכס. נכסים באיכות סבירה שסובלים מתפוסה נמוכה נדרשים לעיתים קרובות להשקעות הוניות על מנת לבלוט מול מתחריהם ולמשוך שוכרים חדשים. בניסיונות כאלה, בעלי הנכסים נוטים לשאת ולתת מול המממנים במטרה לשפר את תנאי המימון תמורת תמיכה בשיפור הנכס באמצעות הזרמה הונית ומומחיותו של בעל הנכס. ועדיין בשווקים אשר מסתגלים למציאות העבודה מרחוק, נכסים עשויים לאבד שוכרים משמעותיים גם לאחר ההשקעות שבוצעו בהם. נכסים חלשים במיוחד, הדורשים השקעות גבוהות עשויים לעבור הסבה לשימושים חילופיים כגון מגורים.

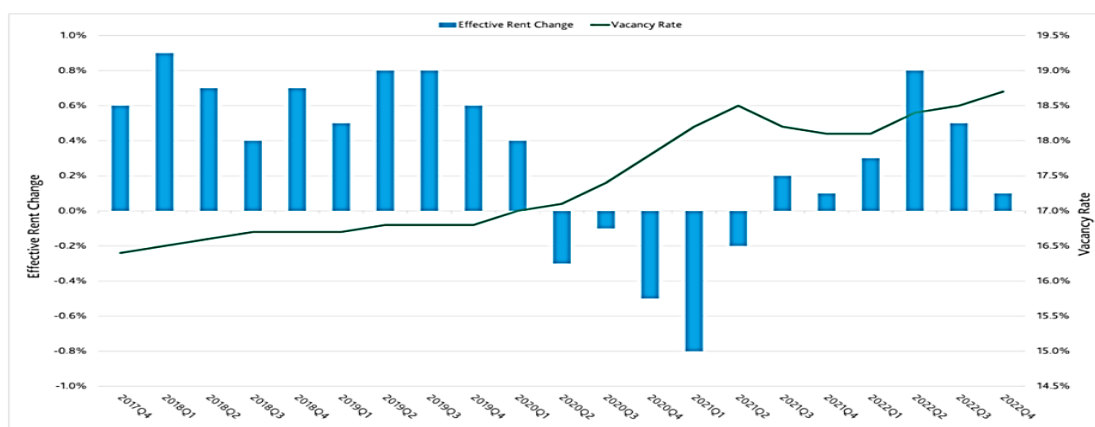
העלייה המהירה בריבית פוגשת ביקוש נחלש למשרדים בשל התקבעות העבודה ההיברידית והתייעלות של חברות

על פי נתוני Moody's Analytics שיעור אי-התפוסה (Vacancy-Rate) הארצי לנכסי משרדים בארה"ב עלה ב-20 נקודות אחוז בשלושת החודשים האחרונים של שנת 2022, ובסופה עמד שיעור זה על 18.7% בהשוואה לשיעור של 18.5% בסוף הרבעון השני של שנת 2022, אשר אף הוא נחשב לגבוה יחסית לרמת אי-התפוסה ערב המגיפה של כ-16.8%.² שיעור העלייה הנומינלי בדמי השכירות הסתכם בכ-1.7% בשנת 2022, אולם בהינתן האינפלציה הגבוהה, שיעור זה מצוי בטרטוריה השלילית. עקב הירידה בביקושים נרשמה ספיגה שלילית נטו של 7.13 מיליון ר"ר ברבעון הרביעי 2022 לעומת ספיגה חיובית נטו של 3 מיליון ר"ר ברבעון שלישי 2022.³ בעקבות נתונים אלו, הצפי הינו להמשך האטה בבנייה חדשה של משרדים ותוספת שטחים חדשים.

תרשים 2

ירידה בתפוסות והאטה בעליית דמי השכירות הנומינליים נמשכת

שוק המשרדים הארצי בארה"ב: שינוי שיעור אי-תפוסה ודמי שכירות אפקטיביים, רבעון מול רבעון, באחוזים



מקור: Moody's Analytics CRE

עם פרוץ מגיפת הקורונה חלה ירידה חדה בשיעור התפוסה הפיסי (physical office utilization) בשוק המשרדים בארה"ב שהגיע לשיעורים חד-ספרתיים בשל הסגרים והמגבלות, אולם מאז רשם התאוששות ניכרת עם שוך המגיפה. יחד עם זאת, שיעור התפוסה הפיסי הממוצע בערים הגדולות בארה"ב עודנו רחוק מרמתו טרום המגיפה. על פי נתוני חברת המחקר Kastle-Systems, שיעור התפוסה הפיסי עמד במהלך חודש אפריל 2023 על כ-50% (ביחס לרמתו ערב המגיפה) בממוצע על פני 10 ערים גדולות שנבחנו, בהשוואה לשיעור של כ-42% בחודש מאי 2022. שיעור התפוסה הפיזי משתנה מאוד בין מדינות ובין אזורים גאוגרפיים ברחבי ארה"ב והוא מושפע ממגוון של פרמטרים כגון שיעור האבטלה, הגירה של אוכלוסייה, היצע המשרדים ואיכותם וכן גם משך זמן ההגעה של העובדים למשרדים. מאז פרוץ המגיפה שוררת אי וודאות באשר לשאלה האם שיעור התפוסה הפיזי ישוב לרמתו שלפני המגיפה או שהשוק חווה שינוי מבני יסודי וארוך טווח וההערכות הן כי בעתיד הקרוב לא תחול חזרה לשיעורי התפוסה הפיזיים ההיסטוריים.

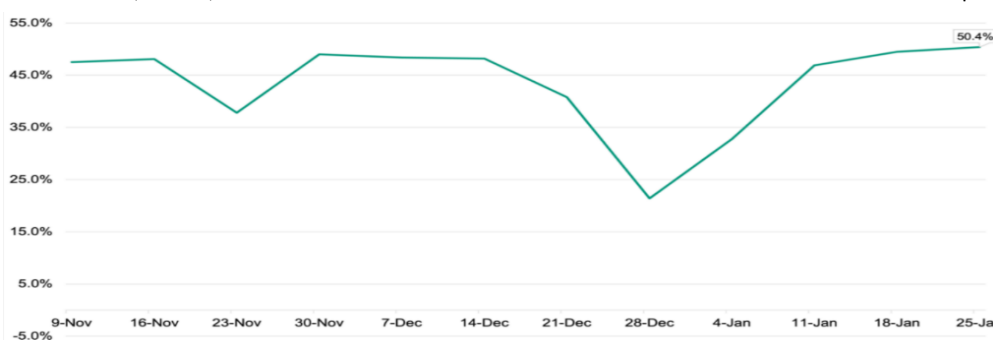
² Moody's Analytics CRE – The Commercial Real Estate Outlook, February 16, 2023
³ Moody's Analytics CRE – Credit Tightening Moves CRE To Center Stage, March 24, 2023

עם שוך המגיפה, ובעקבות התגברות אי הוודאות הכלכלית, גלים של פיטורי עובדים בקרב במגזר ההיי-טק ועליית הריבית שגרמה ל"הידוק החגורה" אצל חברות רבות, נוצרה בקרב מעסיקים דרישה לחזרת העובדים למשרדים, אם באופן מלא ואם באופן חלקי. על אף דרישה זו, אחוז לא מבוטל מהתאגידים, בייחוד מתחום ההייטק, אימץ מודל עבודה היברידי שמאפשר צמצום בהיקף שטחי העבודה הנצרכים ע"י צמצום חוזי השכירות ו/או העמדת השטחים לשכירות משנה. זאת, יחד עם השהיית החלטות תאגידים לצמיחה וקליטת עובדים חדשים וכן פגיעה מסוימת של האטת הכלכלה בשוכרים, מובילים ללחץ כלפי מטה על מחירי השכירות ועל צמצום הביקוש לשטחי המשרדים. שוק התעסוקה האמריקאי הפגין עמידות נוכח נתוני האינפלציה והעלאות הריבית, אך ניכר כי החל מאפריל 2023 השוק מתחיל להתקרר בדמות ירידה בתוספת המשרות והאטה בקצב גידול השכר. להתקררות שוק העבודה ולעלייה מסוימת בשיעורי האבטלה עשויות להיות השפעות שליליות על שיעורי התפוסה בנכסי משרדים.

תרשים 3

לראשונה מאז פרוץ המגיפה שיעור התפוסה הפיזי הממוצע במשרדים בארה"ב עלה בינואר 2023 מעט מעל 50% (ביחס לרמתו ערב המגיפה)

שוק המשרדים הארצי בארה"ב: שיעור תפוסה פיזי ממוצע ארצי, נובמבר 2022 - ינואר 2023 (באחוזים)



מקור: Moody's Analytics CRE

לאורך השנים נכסי משרדים איכותיים מסוג קלאס A הממוקמים במרכזי עסקים ראשיים נהנו משיעורי תפוסה גבוהים ביחס לנכסים בקבוצות איכות נמוכות יותר ופער זה התחדד בשנים האחרונות ועד לחודשים האחרונים, בהם ניכרת החלשות מסוימת במדדי התפוסה גם בנכסים מסוג קלאס A. עדיין ישנו ביקוש גבוה באופן נקודתי לשטחי משרדים איכותיים במיקומים מרכזיים עם נגישות תחבורתית גבוהה למרכזי הערים, אך בהסתכלות רחבת ובהשקלול כלל הנתונים קיימת ירידה בביקוש לשטחי משרדים עם חסכון של בין 7% ל- 20% בשטח המשרדים הנדרש לעומת המצב טרום הקורונה, תלוי מגזר פעילות.

ירידה בתעריפי השכירות עלולה להוביל לשחיקת תזרימי המזומנים של החברות ולירידה בשווי נכסים

עקב הירידה בביקושים, חלה ירידה ממוצעת במחירי השכירות של כ- 2.3% בכל רחבי ארה"ב בין השנים 2019-2022. הירידה בהכנסות השכירות והצפי להמשך מגמה זו, בנוסף לעלייה בהוצאות המימון, תשפיע לשלילה על תזרימי המזומנים של בעלי המשרדים⁴. כמו כן, כחלק מהערכות השווי וחישובי ה- Cap Rate נלקחים בחשבון תזרימי המזומנים העתידיים של הנכסים, ולכן ירידה בהכנסות, ובמיוחד כאשר מדובר על מגמה שהולכת ומעמיקה, מובילה לירידה בשווי הנכסים. יצוין עם זאת כי על פי נתוני חברת מחקר הנדל"ן CompStak משך השכירות הממוצע עודנו גבוה יחסית ועומד על כ- 5.1 שנים. לפיכך, ייקח זמן מה עד ששיעורי אי-התפוסה הגבוהים וההאטה במחירי השכירות יקבלו ביטוי בתזרימי המזומנים. עד אז, בעת פקיעת חוזי שכירות ותיקים שעומדים בפני חידוש עדיין עשויה להתקיים עלייה בתעריפי השכירות ביחס לתעריף שנחתם מספר שנים אחורה, באופן שישפיע לחיוב על ההכנסות של בעלי המשרדים. כמו כן שטחים עודפים שהושכרו בשכירות משנה בידי השוכרים הקיימים עדיין תורמים הכנסות לבעלי הנכסים. בשל גורמים אלו ההכנסה התפעולית מנכסי משרדים עשויה להוסיף ולהציג עלייה בטווח הקצר.

⁴ CMBS-US: Work-from-home is Decreasing Office Occupancy and Increasing Refinance Risk, Moody's investor service, March 20, 2023

האתגרים בענף צפויים להימשך בשנים הקרובות, לצד גורמים הממתנים את החששות ממשבר חמור

על פי הערכות של כלכלני Moody's וגורמים מקצועיים נוספים בענף הנדל"ן למשרדים בארה"ב, האתגרים בשוק המסחרי ובשוק המשרדים בפרט יימשכו לפחות עד לשנת 2025 כאשר שיעור אי-התפוסה עלולים להוסיף ולגדול במהלך השנים 2023-2024. ישנם מספר גורמים שממתנים תחזיות "שחורות" להשפעה של שוק המשרדים על הכלכלה האמריקאית כולה. בין הגורמים הממתנים ניתן למנות גיוון רחב של מקורות המימון לפירמות ולנכסים, יחסי הלימות הון טובים של הבנקים ותהליכי מימון שמרניים יותר לאחר המשבר הפיננסי הגדול של שנת 2008. עדיין ישנה אפשרות שמספר בנקים יתמודדו עם קשיים ויחול גידול בהלוואות שיכנסו לחדלות פרעון בתחום המשרדים.

תאריך הערת הענף: 03.05.2023

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים 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>.