

# התייבשות שוק האג"ח הקונצרני בישראל מאיצה את מימוש נכסי הנדל"ן בקנדה

דוח מיוחד | אוקטובר 2012

1

**מחברים:**

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר  
[eylonq@midroog.co.il](mailto:eylonq@midroog.co.il)

נר יוסף, אנליסט  
[niry@midroog.co.il](mailto:niry@midroog.co.il)

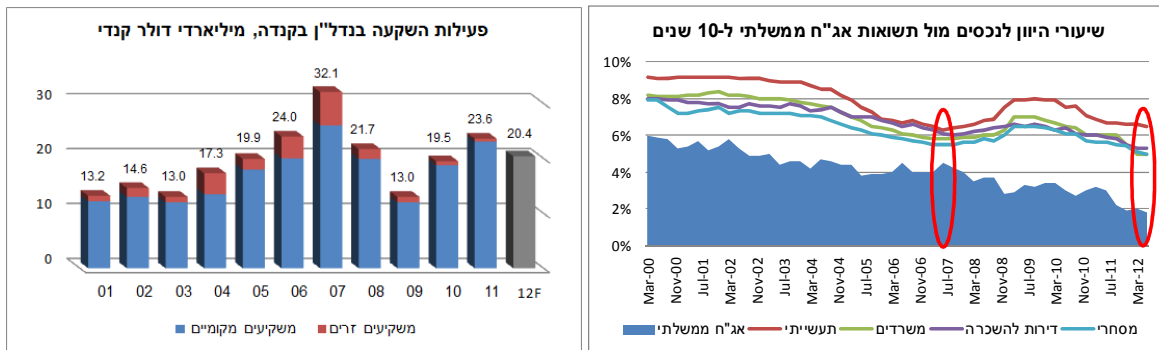
**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

מזה למעלה מעשור קנדה מהווה יעד מרכזי להשקעות נדל"ן מעבר לים עבור חברות ישראליות. על אף התלות היחסית בכלכלת ארה"ב (אשר סבלה מהאטה מסוימת בשנים האחרונות), במהלך שנים אלו, המשק הקנדי הפגין חוסן ביחס לכלכלות אחרות ואף נהנה מתנופה חיובית. המדינה מאופיינת בסביבה מאקרו כלכלית בריאה הנובעת גם מניהול מדיניות מושכלת וכן מגורמים פנימיים בהם שמרנות ויציבות המערכת הבנקאית, הגירה חיובית ויצרנית וכן עלייה בביקושים למחצבי הטבע הרבים במדינה.

הפריחה היחסית של קנדה יצרה מצב בו ההשקעות של חלק ניכר מהחברות הישראליות נשאו פרי ושוויין עלה משמעותית, בעיקר בשל הירידה בשיעורי ההיוון וכן בשל השיפור בפרמטרים התפעוליים (תפוסה, נסו, תזרים שיעורי וכדומה). למעשה, כיום שיעורי ההיוון ומחירי הנדל"ן הינם דומים לרמות השיא שהיו טרם המשבר בשנת 2007.

אולם, יש להבחין בין התקופות מכיוון שכיום המרווח בין שיעורי ההיוון לבין הריבית חסרת סיכון ארוכת הטווח, הינו גדול משמעותית וכן מכיוון שחלק ניכר יותר מפעילות ההשקעה בענף כיום מתבצעת על ידי שחקנים מקומיים, אשר בדרך כלל מאופיינים כהיותם משקיעים לטווח ארוך, בעוד שבשנת 2007 פלח משמעותי יותר מהפעילות התבצע על ידי משקיעים זרים.



על אף שיעורי ההיוון הנמוכים, עלות המימון הזולה מהווה קטליזטור לאטרקטיביות הנכסים עבור שחקנים מקומיים ובייחוד לקרנות פנסיה קנדיות. מאידך, ברמת המחירים הנוכחית, חברות ישראליות רואות לנגד עיניהן עלות מימון גבוהה יותר בעיקר כאשר רכיב ההון העצמי לרכישת הנכסים מומן על ידי אג"ח ישראלי המאופיין בשיעור ריבית גבוה ולרוב חשוף לשינוי שע"ח ועליית מדד המחירים לצרכן הישראלי. לפיכך, חברות רבות רואות בתקופה זו הזדמנות למימוש.

מגמה זו אף התחזקה בשל, הנגישות הנמוכה למקורות אשראי בנקאי וחוץ בנקאי של חלק ניכר מהחברות הישראליות כאשר מנגד, הנכסים בקנדה הינם ברי מימוש מהיר יחסית, באופן שמייצר תזרים נטו גבוה.

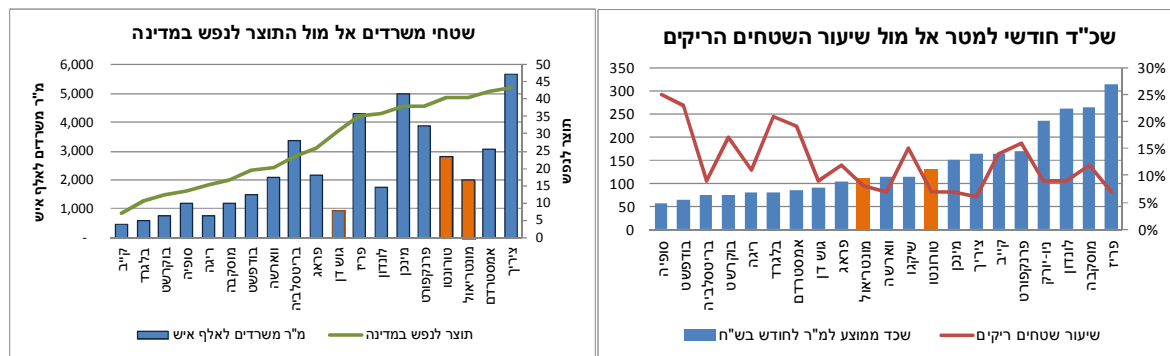
נכון לתחילת 2011, החברות המדורגות על ידי מידרוג החזיקו בקנדה בכ-240 נכסים בשווי (כולל חלק השותפים בנכסים) של מעל 30 מיליארד שקל וזאת ללא קרקעות ופרויקטים בתחום הייזום למגורים. כאשר מנטרלים את החזקות קבוצת גזית גלובל בנכסים בקנדה באמצעות חברת הבת FCR (אשר מאפייני פעילותה הינם של חברה מקומית קנדית גם בהיבט של מקורות המימון), החברות המדורגות על ידי מידרוג התקשרו בהסכמים למימוש כ-40% מתיק נכסיהן בקנדה.

ממדגם שנערך על ידי מידרוג לגבי חברות ישראליות עולה כי מאז תחילת שנת 2011 מומשו נכסים בהיקף של כ-7.8 מיליארד שקל. על אף שבגין נכסים אלו כבר הוכרו רווחי שערורך לאורך השנים האחרונות (בעקבות המעבר לדיווח על פי כללי ה-IFRS שדורש את

מדידת השווי ההוגן של הנכסים) מחירי המימוש בפועל היו אף גבוהים משווים בספרים ועמדו על כ-8.3 מיליארד שקל. מימושים אלו שביצעו חברות ישראליות מעידים על רמות הביקושים הגבוהות בפועל - מצד אותם שחקנים מקומיים נזילים.

על פי תחשיב מידרוג, היחס בין התזרים נטו מהמימושים לבין התזרים השנתי השוטף נטו (לאחר שירות חוב) שהיה מתקבל מנכסים אלו, עומד על כ-32 שנים, מדובר בהקדמה משמעותית של קבלת הכספים אשר ישמשו, בין היתר, לפירעון חובות בנקאים ואג"ח בישראל.

מימוש נכסים אלו (אשר מרביתם הינם טובים ויציבים) והטיית תיק הנכסים לתמהיל כלכלות המאופיינות בתשואות גבוהות יותר, עלול להביא לגידול בסיכון האינהרנטי של החברות. נדגיש כי דמי השכירות במגוון המגזרים כגון משרדים, מסחר ומתחמי מגורים עלו בצורה מתונה בלבד בשנים האחרונות והינם נמוכים ביחס לשווקים מפותחים אחרים. לפיכך, ייתכן ששיעורי ההיוון הנמוכים מגלמים גם את ציפיות השוק לעלייה בדמי השכירות וזאת בעיקר ביחס להיצע המוגבל יחסית של נכסים בשוק.



### מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (*Moody's*) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.