



CAPITAL MARKETS

דו"ח שוקי הון

NATAM N-TER
FINANCE  Financial Solutions

NEWMARK
NATAM



תוכן עניינים:

הקדמה / שוק מימון מאתגר	.....	עמוד 3
מגמות בשוק הריביות	.....	עמוד 4
ריבית ומרווחי סיכון	.....	עמוד 5
תכנית גיוסי החוב של משרד האוצר	.....	עמוד 7
מבט על תשואות נכסים מניבים בארה"ב	.....	עמוד 8
רקע על פעילות Natam N-TER Finance	.....	עמוד 10



הקדמה

בעקבות ההצטרפות של נת"מ לחברת NEWMARK העולמית (NMRK: NASDAQ), הוקמה השנה פעילות NATAM N-TER Finance בהובלת שאול בן שימול ואלי לביא, בעלי עשרות שנות ניסיון בייעוץ וגיוס מימון בשוק המקומי והגלובלי. סל השירותים שאנו מציעים כולל גיוס חבילת מימון לפרויקטים של התחדשות עירונית, תעסוקה ומסחר, מימון רכישת נכסים מסחריים ומימון מחדש של חברות ונכסי נדל"ן.

כחלק מהפעילות הנ"ל תפרסם Newmark Natam ללקוחותיה דו"ח חצי שנתי הסוקר ומנתח את המגמות השונות בשווקי המימון המקומי והגלובלי, בדגש על מימון נדל"ן. מסמך זה יהווה אם כן סקירה ראשונה בסדרה של פרסומים ואנו מקווים שתמצאו בסקירה חצי שנתית זו מידע בעל ערך לפעילותכם השוטפת.

שוק מימון מאתגר – רקע

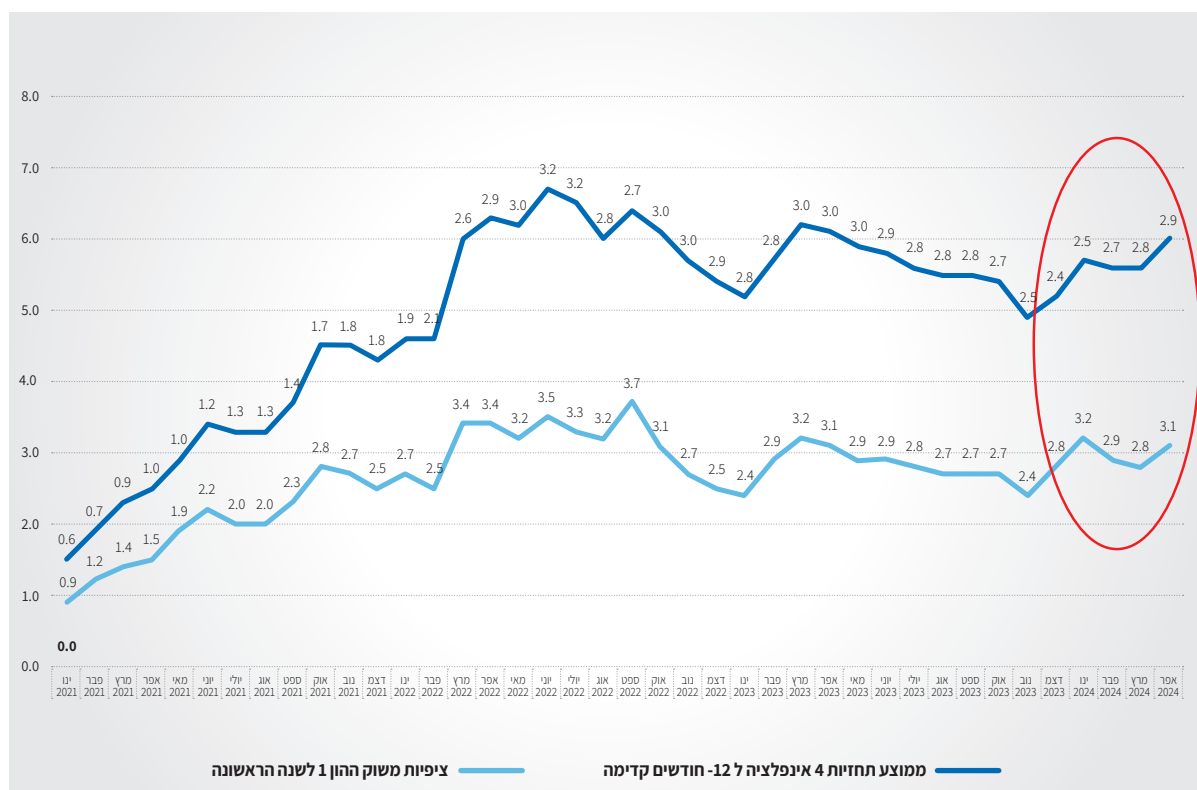
לאחר שנים ארוכות של סביבת ריבית נמוכה, עליה ברמת האינפלציה ברחבי העולם ובישראל גרמה בשנת 2022 לעלייה חדה בריבית חסרת הסיכון במשק (ריבית בנק ישראל, ריבית על אג"ח ממשלתיות) ובשווקים מרכזיים נוספים בחו"ל, אשר נמשכה גם במחצית הראשונה של 2023. בנוסף, הקרע הפנימי סביב החקיקה המשפטית ולאחריו - מלחמת חרבות ברזל, גרמו לגידול גם בפרמיית סיכון האשראי של התאגידים העסקיים ויצרו סביבת מימון מאתגרת לכלל החברות ובפרט לחברות הנדל"ן, הממונפות בשיעורים גבוהים באופן יחסי לממוצע כלל המשק. בעלי נכסים ויזמי נדל"ן נאלצו להסיט קשב לטיפול בעלויות המימון הגבוהות, שלעיתים איימו לפגוע בשרידות החברות שבעלותם. בסקירה זו נציג ונבאר את התפתחות הפרמטרים הכלכליים והפיננסיים העיקריים המשפיעים על ההיבט המימוני של פעילות הנדל"ן.

מגמות בשוק הריביות

1. ריבית משתנה - ריבית בנק ישראל (להלן: "ב"י") וריבית הפריים:

- האינפלציה שהתפתחה בעקבות הקורונה הייתה הטריגר להעלאת ריביות גלובאלית, לרבות ריבית ב"י. החל מאפריל 2022 ועד יוני 2023 טיפסה ריבית ב"י מ-0.1% ל-4.75% ונותרה ברמה זו כ-7 חודשים. אמנם גובה הריבית אליו הגענו לא היה חריג בקנה מידה היסטורי, אך קצב השינוי היה דרמטי כך שרמת הריבית שנוצרה כמעט יש מאין, פגשה תנאי שוק שאינם תומכים ביכולת שירות ריבית זו. לדוגמה, דמי השכירות על נכסים שמשקפים תשואה המתאימה לרמת ריבית נמוכה, לא יניבו תזרים הולם כאשר חלק הארי של ההכנסות יופנה לכיסוי הוצאות הריבית המאמירות. כמו כן, קרקעות שנרכשו במחירים גבוהים שהתאימו לסביבת הריבית הקודמת, צברו כעת עלויות מימון גבוהות מאוד שלא נלקחו בחשבון בתוכנית העסקית.
- יתרה מכך, אם בתחילת 2024, בהורדת ריבית ב"י הראשונה לאחר זמן רב, השוק צפה כי תהליך הורדת הריבית ימשך (גם אם בהדרגה), בין היתר לאור מה שהיה נראה כהצלחת ריסון האינפלציה, הרי שכעת די ברור ששד האינפלציה לא יחזור כל כך מהר ללבקבוק (ראו גרף מס' 1: ציפיות האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים) וקצב הורדת הריבית יהיה איטי מהצפוי.

גרף מס' 1: הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים (ממוצעים חודשיים, אחוזים)



מקור - נתוני בנק ישראל

ריבית ומרווחי סיכון

2. ריבית קבועה - צמודת מדד ושקלית - אג"ח ממשלתי

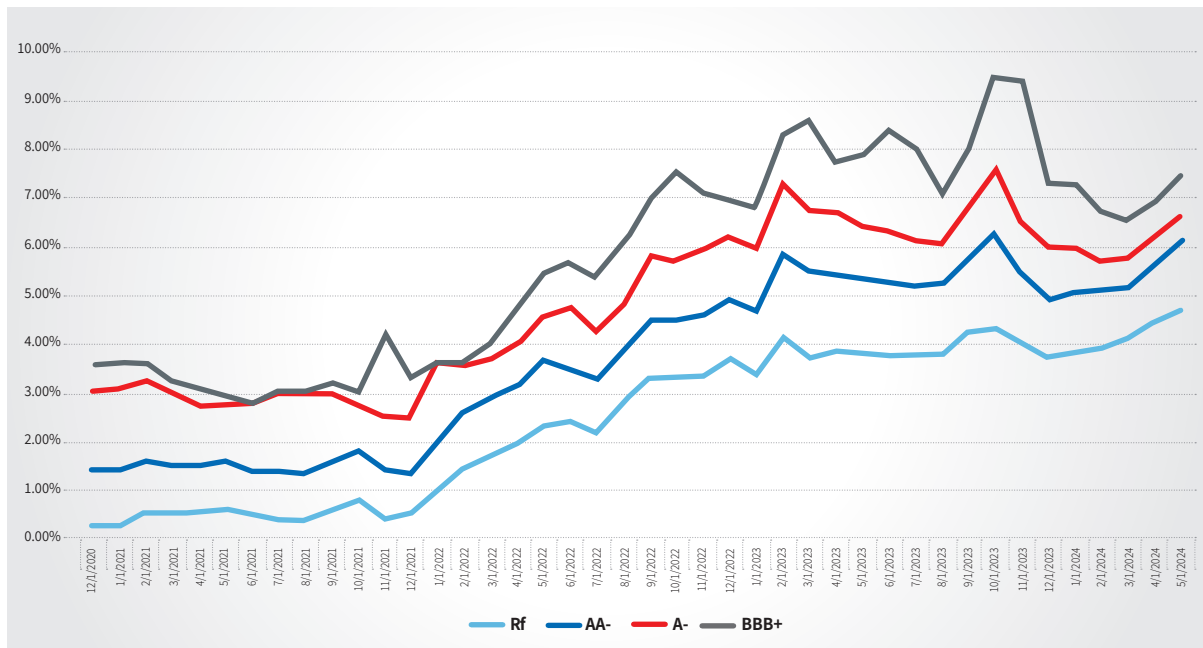
- בתקופות בהן חל שינוי מהיר בריבית המשתנה קצרת הטווח, החילחול של השינוי לריביות הקבועות ארוכות הטווח (למשל - אג"ח ממשלתיות בעלות מח"מ 5 ומעלה) מגיב, בד"כ, בקצב איטי יותר. זאת, כיון שהציפיה היא, שהגורם או הגורמים לשינוי החד, במקרה שלנו, עליית קצב האינפלציה - הם זמניים. אם מסתבר בהמשך שהגורמים הנ"ל צפויים להישאר איתנו לאורך זמן, גוברת ההשפעה באותו כיוון גם על הריביות ארוכות הטווח, שבמקרה שלנו עלו בהדרגה החל מינואר 2022 עד פברואר 2023 שבו היה נראה כי הושגה שליטה על האינפלציה (ראו גרף מס' 2: תשואות שקליות למח"מ של 5 שנים, הקו התחתון של הריבית חסרת הסיכון (Rf) - תשואת אג"ח ממשלתי ל- 5 שנים). עם זאת, שנה לאחר מכן, החל ממרץ 2024, נראה כי 2 גורמים חברו לזחילה חוזרת של תשואות האג"ח הממשלתיות הבינוניות והארוכות כלפי מעלה. ראשית, האינפלציה צפויה להישאר בסביבת הרף העליון של טווח האינפלציה של בנק ישראל (3%). שנית, נראה שהפעילים בשוק מפנימים שהנטל הכבד של הוצאות המלחמה יאלץ את מדינת ישראל לגייס חוב בהיקף גבוה לאורך זמן.



3. מרווחי הסיכון - תשואת אג"ח קונצרניות

- עד כה עסקנו בריביות חסרות הסיכון (ב"י ואג"ח מדינה). מה קרה בגזרת עלויות הגיוס של המגזר העסקי? ובכן, פרמיות הסיכון כפי שהן משתקפות בתשואות אג"ח קונצרניות למח"מ 5 שנים בדירוגים שונים (ראו גרף מס' 2) נותנות את התמונה הבאה: לאחר ההתאוששות ההדרגתית מהקורונה בשנת 2021, החל מתחילת 2022 וכתוצאה מעליית האינפלציה, חלה עליה חדה בתשואות שלוותה גם בעלייה במרווחים ובמיוחד בחברות בדירוגים הנמוכים יותר (+BBB).

גרף מס' 2: תשואות שקליות למח"מ של 5 שנים



מקור: נתוני חברת שערי ריבית בע"מ

ברמת דירוג זו חלה עלייה בפרמיית הסיכון מכ- 2.3% באמצע 2021, לכ- 3.7% בממוצע בחודשים האחרונים של 2022. עליית מדרגה נוספת חלה החל מתחילת 2023 כתוצאה מהקרע הפנימי סביב החקיקה המשפטית והגיעה בשיאה לפרמייה של כ- 4.6%-4.8% ולבסוף, זמן קצר לאחר מתקפת השביעי באוקטובר פרמיית הסיכון טיפסה עד לכדי כ- 5.5%. בינתיים צנחו המרווחים בדירוג זה לכך 2.7%, אך העלייה החדה יחסית בתשואת האג"ח הממשלתי לכ- 4.7% במאי 2024 גורמת לכך שהתשואה האבסולוטית ברמת דירוג BBB+ נותרה ברמה גבוהה: כ- 7.5%.

- גורם משמעותי שהשפיע בשנה וחצי האחרונות על התשואות והמרווחים בשוק האג"ח (ממשלתי וקונצרני) היה ביטול הנפקת האג"ח המיועדות (אג"ח ממשלתי ל- 15 שנה בריבית צמודה למדד של 4.86%) לקרנות הפנסיה (והתיקות וחדשות). כתוצאה מכך, נוצרה הסטה של ביקושים גבוהים של קרנות אלו לשוק האג"ח ותרמה להערכתנו לקיזוז חלקי של עליית התשואות והמרווחים המתאימה לגידול המשמעותי שחל בתקופה זו בסיכונים שתוארו לעיל. יש הטוענים שפעולה רגולטורית זו יצרה בועה מסוימת ותמחור חסר של סיכון בשוק האג"ח, המתבטא במרווחים נמוכים מבעבר (ביחס למצב כלכלי נתון) באג"ח קונצרניות, מה שסייע לפירמות לגייס בריבית נמוכה יחסית וממשיך גם כיום למתן את עליית התשואות.

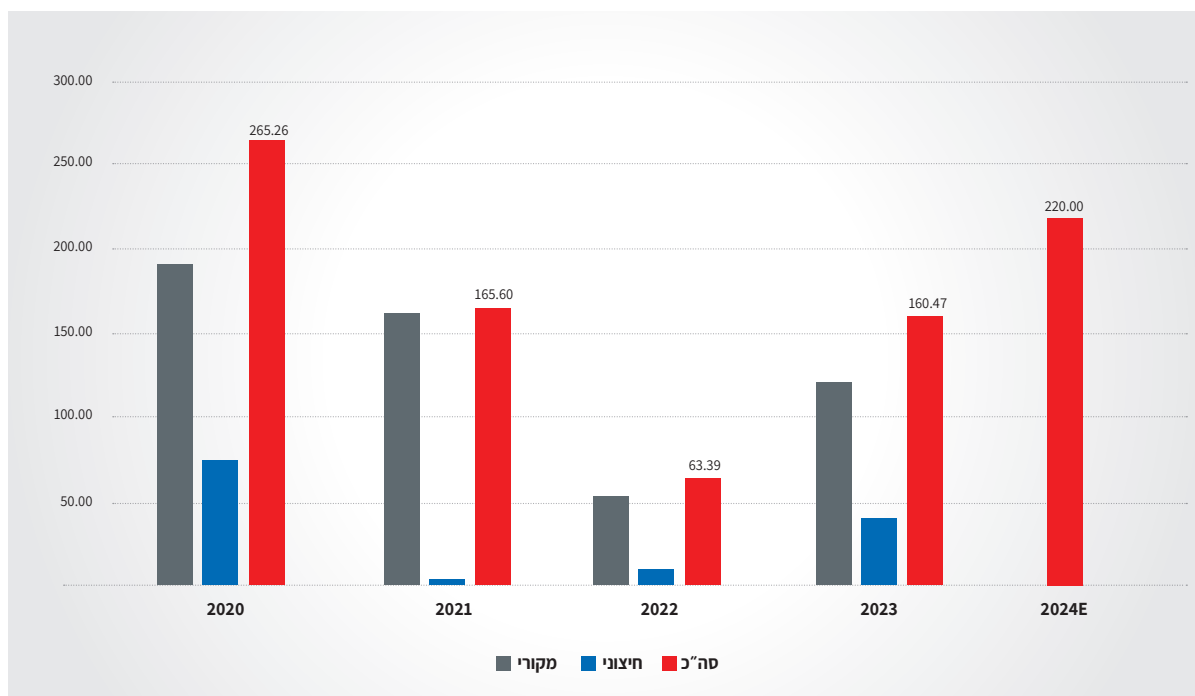
תוכנית גיוסי החוב של משרד האוצר

הגידול הדרמטי בגיוסי הון של האוצר לא צפוי לאפשר הורדת ריבית משמעותית

תוכנית גיוסי החוב של משרד האוצר (אג"ח ממשלת ישראל) מושפעת מצרכי התקציב והיקף העודף/גירעון הצפוי בפרמטר זה, ומשפיעה בתורה על שיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות וכן על קיבולת השוק המקומי "לספוג" גיוסים של אג"ח קונצרניות. הגיוסים בשוק המקומי נעשים באג"ח סחיר ואג"ח לא סחיר ובנוסף, מתבצעות אחת לתקופה הנפקות אג"ח ממשלת ישראל בשוק הגלובאלי ("חיצוני"). כפי שניתן לראות בגרף מס' 4 להלן: "התפלגות גיוס החוב הממשלתי 2020-2023", ותחזית ל-2024 לאחר צרכי גיוס גבוהים מאוד בשנת 2020 בגלל הקורונה (לרבות בחו"ל), שנמשכו גם ב-2021, נרשמה ירידה חדה בגיוסים אלו בשנת 2022 שבה נרשם עודף תקציבי קטן לראשונה זה שנים. בשנת 2023, בעיקר בגלל המלחמה שברבעון האחרון, נרשם גידול משמעותי מחודש בגירעון שאילץ היקף גיוסים גבוה, שנמשך לשנת 2024.

כך למשל, תחזית הגיוסים בשוק המקומי בששת החודשים הראשונים של 2024 היתה גבוהה פי 3 (!) ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (כ- 93 מיליארד ש"ח לעומת כ- 31 מ' בהתאמה). כמו כן, במרץ השנה בוצע גיוס של 8 מיליארד דולר בחו"ל ובחודש מאי גויסו 1.1 מיליארד דולר נוספים בברזיל. הגיוסים הגדולים יחסית בחו"ל נועדו בין היתר להקל על לחץ הגיוסים בשוק המקומי, אך עדיין בשנת 2024 יידרש גיוס מקומי גבוה מהותית מזה שבשנתיים האחרונות. סה"כ מתכוון האוצר לגייס השנה כ- 220 מיליארד ש"ח ויתכן שסכום זה אף יעודכן כלפי מעלה יחד עם עדכון צפי הגרעון התקציבי. הגידול בהיקפי גיוס החוב נטו יחד עם עליית שיעור הריבית בעולם ביחס לתחילת העשור הנוכחי ועליית פרמיית הסיכון המשולמת ע"י מדינת ישראל בגיוסיה בחו"ל (עקב הורדת הדירוג ע"י סוכנויות דירוג האשראי הבינ"ל) מייצרים עומס שירות חוב (תשלומי ריבית ביחס לתמ"ג) שככל הנראה יגדל ב- 2024 לאחר עשור של ירידה עקבית (מכ- 5.5% מהתמ"ג ב-2014, לכ- 4% ב-2023).

גרף מס' 3: התפלגות גיוס החוב הממשלתי 2020-2023 – ותחזית ל- 2024



מקור: משרד האוצר

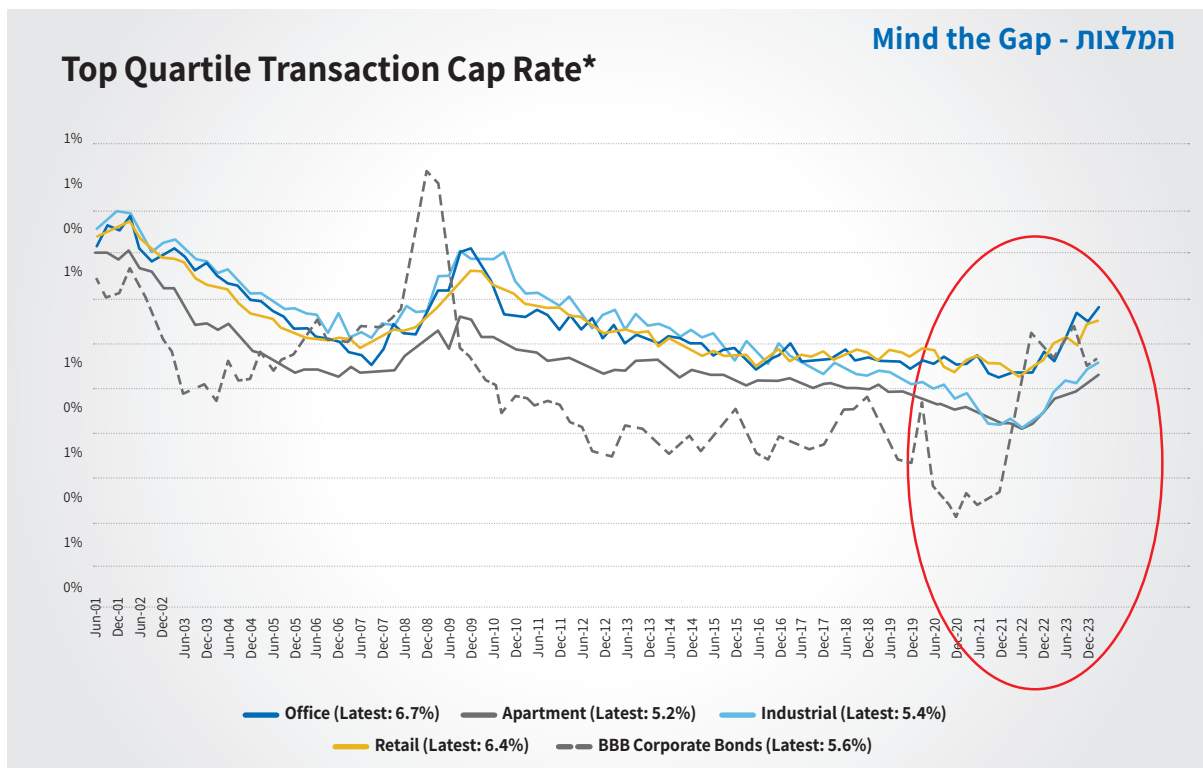
ארה"ב - מבט על תשואות נכסים מניבים, רבעון 1, 2024*

עלות המימון צפויה להמשיך את מגמת ירידת המחירים בשוק המשרדים, במיוחד ב-Class B.

כלכלת ארה"ב ממשיכה לגלות עמידות למרות הריבית הגבוהה, אם כי קיימת אינדיקציה להאטה מצד מספר אינדיקטורים - כולל מכירות קמעונאיות ואמון הצרכנים. האבטלה נותרה נמוכה, אך שיעורי המשרות הפנויות ושיעורי הפסקת עבודה יורדים כבר זמן מה. האינפלציה נותרה הרח הנגדית המשמעותית ביותר, והשוק חזר כעת לתמחר שתי הפחתות ריבית בלבד ב-2024, אך המסר החשוב יותר הוא שהשוק מצביע באופן עקבי על ריבית שיווי משקל של 3.0% או יותר.

כפי שמתקף בגרף, פערי התשואה ביחס לעלות הריבית (BBB מיוצגים בגרף ע"י תשואות אגח קונצרני) אטרקטיביים בכל מגזרי הנדל"ן. הפערים נמוכים בהשוואה היסטורית, והם אף שליליים בחלק מהמגזרים.

הייתה יכולה להיות הצדקה לפער הנמוך במקרה שהשוק היה מתמחר ירידה חדה בריבית. אך מכיוון שירידה חדה בריבית לא צפויה להתממש - נראה שמחירי הנכסים עדיין לא משקפים יחס סיכון-סיכוי ראוי. כמסקנה מהאמור, משקיעי תשואה צריכים להפעיל משמעת תמחור בדרישה לפיצוי על הסיכון ו/או לבצע עסקאות באמצעות הלוואות לטווח ארוך, ובשיעור מימון נמוך.



Source: Real Capital Analytics, Federal Reserve Bank of St. Louis, Moody's as of 5/3/2024
* Quarterly

- הסקירה מבוססת על דו"ח "Newmark – State of the U.S Capital Markets, Q12024". את הדוח המלא ניתן למצוא באתר Newmark Natam.



חלק נרחב משוק המשרדים עשוי למצוא את עצמו בעמדת מימון מאתגרת. עבור בניינים באיכות נמוכה יותר, התחזית עגומה, ותידרש, ככל הנראה, ירידת מחירים של למעלה מ-50% כדי להפוך אותם לכדאיים כלכלית. התקשורת אוהבת לדבר על המרה של מבני משרדים למגורים, אבל בפועל זה כמעט לא מתממש, ולכן הדרך היחידה למכור משרדים ישנים היא באמצעות הפחתת מחיר.

חלופת השקעה עדיפה לרכישת נכס היא הלוואה לבעלי נכסים. במקרים שבהם בעל הנכס מעוניין להמשיך להחזיק בנכס, וזקוק לנזילות, התשואה על הלוואה (המגובה בשעבוד על הנכס) מגלמת יחס סיכון-סיכוי הולם. נציין כי באנגליה פערי תשואת הנכסים ביחס לעלות הריבית אטרקטיביים ביחס לפערים אלו בארה"ב. סקירה של השוק האנגלי תתפרסם באחד מהדוחות הבאים של Newmark Natam.

NEWMARK

צוות הובלת פתרונות מימון בתחום הנדל"ן העסקי



שאול בן שימול

שותף ומייסד, MBA

NATAM N-TER FINANCE

+972-54-655-2288

Shaul.Benshimol@nmrk-global.com

- בעל ניסיון מקצועי של למעלה מ-30 שנה בתחומי גיוסי הון וחוב, דירוג אשראי, מימון מורכב, חיתום והערכות שווי.
- ניסיון כיועץ לגופים מממנים כמומחה חיצוני בוועדות אשראי, לרבות ייעוץ בהליכי גיוס אשראי והלוואות לחברות שונות, לנכסים מניבים, לפרויקטים של התחדשות עירונית ולפרויקטים גדולים של תשתית ובמתן חוות דעת כלכליות בתחום החוסן הפיננסי לדירקטוריונים, בתי משפט וגופים ציבוריים שונים.
- ניסיון ניהולי ומקצועי נרחב, בין היתר – שותף המימון ב-BDO, כולל ניהול צוות 20 כלכלנים, רו"ח ועו"ד; פעל כסמנכ"ל חברת הדירוג S&P Maalot וכראש תחום Infrastructure and Public Finance.



אלי לביא

שותף ומנהל חטיבת השקעות

NATAM N-TER FINANCE

+972-50-821-1030

Eli.Lavy@nmrk-global.com

- בעל ניסיון רב שנים ביזום וניהול עסקאות מול משקיעים מוסדיים ופרטיים מהגדולים במשק כולל רכישות, מכירות, מימון וניהול נכסים בהיקף של מיליארדי ש"ח.
- הובלת הסדר אג"ח בהיקף של מאות מליוני ש"ח עם גופים מוסדיים בארץ, ומימון נכסים בהיקפים גדולים בחו"ל ובישראל.
- תפקידי ניהול בכירים במגזר הפרטי והמוסדי, כולל כסמנכ"ל חברה ציבורית, מנהל חברת החיתום של בנק מזרחי, וחבר בוועדת השקעות של קרן ההשתלמות של אנשי צבא קבע.



סל השירותים המוצעים:

- גיוס חבילת מימון פרויקטאלית לפרויקט אחד / אגד פרויקטים כולל חוב בכיר, הלוואת מזנין, פוליסות חוק מכר וערבביות.
- מימון מחדש (ריפיינס) לנכס / סל נכסים קיים
- מימון רכישת נכס מניב
- ייעוץ לאיגוח מוסדי / ציבורי של סל פרויקטים / אג"ח קורפורייט / IPO
- איגוח מוסדי - אפיון ובניית מבנה האיגוח וביצוע הגיוס מהגוף המוסדי
- איגוח ציבורי / IPO - ייעוץ בתהליך ההנפקה
- הכנסת משקיע אסטרטגי / פיננסי לפרויקט / סל פרויקטים / חברה לרבות בתהליכי Pre IPO

סניף ירושלים
אבא אבן 6, ירושלים

סניף באר שבע
הצורף 9, באר שבע

סניף השרון
החרושת 14, רעננה

סניף הצפון
המסילה 20, נשר

סניף רחובות
ויסגל 2, פארק המדע, רחובות

משרד ראשי:
רח' יגאל אלון 53, תל אביב
טלפון: 03-6894242
מייל: Infolsrael@nmrk-global.com

nmrk.co.il

NATAM N-TER
FINANCE  Financial Solutions

NEWMARK
NATAM

הדו"ח נעשה ע"י מחלקת המחקר של Newmark Natam לידיעתכם: אין להשתמש בדו"ח זה כבסיס להחלטות עסקיות מבלי לקבל ייעוץ מקצועי וספציפי. למרות שהנתונים נבדקו בקפדנות, חברתנו אינה אחראית לנזקים ו/או הפסדים אשר נגרמו מטעויות בתוך הדו"ח. אין להעתיק או לצלם את הדו"ח מבלי לקבל רשות.