| **בנק ישראל**  דוברות והסברה כלכלית | K:\Dover\תפעול לשכת הדובר\כלים\לוגו\boi_logo.jpg | ‏ירושלים, יב' בתמוז, התשע"ח  5‏‏2 ביוני 2018 |
| --- | --- | --- |

הודעה לעיתונות:

קטע מדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2018 שיפורסם בקרוב:

**ניתוח היציבות הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים**

* נתוני הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים בארץ לסוף שנת 2017 מלמדים כי ההאטה בשוק הדיור באה לידי ביטוי בחברות אלו: במרביתן ניכרה הרעה מסוימת בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת, וכתוצאה ממנה – פגיעה ביחסי כושר הפירעון בהשוואה לשנים קודמות. עם זאת, ברמה הענפית יחסי המינוף ויחסי הנזילות לא נפגעו, ואף השתפרו במידה מסוימת.
* מתוך החברות הציבוריות נבחנו 12 חברות מהגדולות בענף הבנייה הנוטלות כשליש מהאשראי לענף. ההאטה בשוק הדיור בולטת בדוחותיהן הכספיים הן בירידה של היקפי המכירות והן בעלייה של מלאי הדירות הלא מכורות.
* על פי מבחני רגישות שבוצעו על 12 החברות האלה, רק בערכי הקיצון של התרחישים ניכרת השפעה משמעותית על המינוף הפיננסי והנזילות המיידית של החברות, בעוד שבערכים הנמוכים ההשפעה זניחה יותר. מכאן אנו למדים על האיתנות של החברות הציבוריות בענף, ועל יכולתן לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בטווח הקצר.
* על אף ההאטה במכירת דירות חדשות והרעה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת חוסנן הפיננסי של החברות שנבחנו לא נפגע משמעותית, ורובן מצליחות להניע את פעילותן גם ממקורות פעילות נוספים. לכן רוב החברות גם אינן מזדרזות להיפטר ממלאי הדירות שברשותן על ידי הורדת מחירים.
* **בשלב זה** אנו לא מזהים פגיעה ממשית ביציבותן הפיננסית של החברות **הציבוריות** בענף ייזום הבנייה למגורים, שתוביל להרעה במערכת הפיננסית כולה. עם זאת, אם ההרעה בפעילות תימשך תקופה ארוכה, ולא תהיה התאמה מצד החברות, עלולה להיפגע יכולתן לשרת את חובותיהן.

## ענף ייזום הבנייה למגורים בארץ

### רקע

היציבות הפיננסית של החברות בענף ייזום הבנייה למגורים[[1]](#footnote-1) בארץ מנותחת על רקע החשיפה של החברות הללו לשוק הדיור, השרוי בעת האחרונה באי-ודאות[[2]](#footnote-2). פעילותן של החברות בענף מאופיינת במינוף גבוה, חלקן באשראי במשק משמעותי, זאת לצד קישוריות גבוהה יחסית[[3]](#footnote-3) ומשקל לא מבוטל בתוצר העסקי. לכן כל הרעה מתמשכת בהיקף פעילותן של החברות או מצוקה תזרימית עלולות להגדיל את הסיכוי להתממשות הסיכונים הישירים והעקיפים, ולפגוע במגוון רחב של נושים (מלווים, ספקים וקבלני ביצוע). לכך עלולה להיות השלכה על היציבות של המערכת הפיננסית כולה.

תחום ייזום הבנייה למגורים בישראל רחב ומגוון[[4]](#footnote-4), פועלים ועוסקים בו, בהיקפים שונים, גופים רבים, החל ביזמים קטנים של פרויקטים בודדים המכילים מספר קטן של יחידות דיור וכלה בחברות ענק המבצעות מספר רב של פרויקטים, המכילים מאות ואף אלפי יחידות דיור. אופן פעילותן של החברות בענף אחיד ושיטתי: החברות מאתרות הזדמנויות להשקעה, מגייסות מימון או מאתרות שותפים להשקעה, פועלות לקבלת היתרי בנייה, ולבסוף מבצעות את הפרויקטים, באופן עצמאי, באמצעות חברות בנות או צדדים שלישיים. לצורך ביצוע הפרויקטים נוהגות החברות לרוב להתקשר עם תאגיד בנקאי, ובאמצעותו מתקבל המימון לפרויקט (מימון ספציפי). החברות הציבוריות נוהגות גם לגייס לצורך הפרויקט אג"ח בבורסה כמימון ספציפי או לכל צורך אחר במסגרת פעילותן.

### החשיפות ומוקדי הסיכון של כלל הענף

לפי נתוני דצמבר 2017, שיעור האשראי הבנקאי[[5]](#footnote-5) לענף הבנייה הוא כ-15% (63 מיליארדי ש"ח) מתוך האשראי למגזר העסקי (פעילות בישראל), וכ-6.2% מתוך סך האשראי (פעילות בישראל). שיעור האג"ח התאגידיות של הענף בניית מבנים ובניינים הוא כ-5% (17 מיליארדי ש"ח). חשיפה נוספת למערכת הפיננסית, אשר תושפע לרעה מפגיעה ממשית בפעילות של החברות, היא סיכון האשראי החוץ-מאזני של המערכת הבנקאית, המורכב בעיקרו מערבויות חוק מכר לרוכשי דירות[[6]](#footnote-6). שיעור האשראי החוץ-מאזני לענף הבנייה היווה בדצמבר 2017 38% (95 מיליארדי ש"ח) מהאשראי החוץ-מאזני למגזר העסקי (פעילות בישראל), ו25% מסך האשראי החוץ מאזני (פעילות בישראל). סך הסיכון האשראי הבנקאי – המאזני והחוץ-מאזני – של ענף הבנייה הוא כ-23% מהאשראי למגזר העסקי (פעילות בישראל), ו-11% מסך האשראי (פעילות בישראל).

גורמים כמו האטה בשוק הדיור וירידה של מחירי הנכסים חושפים את החברות לשני סיכונים עיקריים: הראשון – ככל והחברות לא תצלחנה למכור דירות בעקבות האטה מתמשכת בשוק הדיור, תזרימי המזומנים שלהן יהיו שליליים, והן תתקשינה הן לשרת את החובות והן לשלם לספקים ולקבלנים המבצעים. השני – אם מחירי הדירות ירדו במידה ניכרת, החברות תרשומנה הפסדים מירידת ערך, אשר יגררו ירידה בהונן העצמי ועלייה במינוף, וכתוצאה מכך גם פגיעה באמות המידה הפיננסיות (Covenants) להן הן נדרשות מול המלווים, מה שעלול להניע את המלווה לדרוש פירעון מיידי של התחייבות החברה כלפיו, או הרעת תנאי ההלוואה (כגון דרישה לשיעורי ריבית גבוהים יותר בהלוואה קיימת).

מוקד סיכון נוסף שעלול לערער את היציבות הפיננסית של החברות הוא עלייה של שיעור הריבית, משום שחלק מן הפרויקטים מלווים במימון בנקאי בריבית משתנה (פריים+). אם הריבית תעלה, יגדלו הוצאות המימון של החברות, וכתוצאה מכך יפחת הונן העצמי ויקטנו תזרימי המזומנים שלהן.

### ניתוח האינדיקטורים ליציבות הפיננסית בחברות הציבוריות

לשם בחינת היציבות הפיננסית של החברות בענף בדקנו יחסים פיננסיים נבחרים בחברות הציבוריות המקיימות פעילות של ייזום בנייה למגורים בארץ. אולם קודם לכן נתייחס לרווחיות של החברות בענף, שהיא גורם חשוב בבסיס יציבותן. מ‎איור 3 בנספח לתיבה ניתן לראות שהרווח הגולמי המצרפי של החברות בענף החל לצמוח משנת 2007, ולו מתאם גבוה למדי עם מדד מחירי הדירות. עם זאת, בהסתכלות ארוכת טווח ניתן לראות שהרווח הגולמי כשיעור מההכנסות (‎איור 4 בנספח) נשמר ברמה קבועה יחסית (ממוצע רב-שנתי של 21%, עם סטיית תקן של 1.9%). משמע שעלות המכר המצרפית וההכנסות המצרפיות עלו במהלך תקופה זו בשיעור דומה. ניתן ללמוד מכך שהחברות שמרו לאורך השנים על שולי רווח גולמי קבועים יחסית.

ב‎לוח 1 מרוכזים היחסים הפיננסיים הבולטים[[7]](#footnote-7). הצבע האדום הכהה מייצג את היחס הגרוע ביותר לאורך שמונה השנים שנבחנו, והירוק הכהה – את היחס הטוב ביותר.

###### יחסים פיננסיים נבחרים, החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים, שנים 2010-2017

לוח 1. יחסים פיננסיים נבחרים, החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים, שנים 2010-2017

‎לוח 1 ניתן ללמוד כי במהלך שנת 2017 הייתה הרעה בעיקר ביחסי כושר הפירעון, הן לפי הממוצע המשוקלל והן לפי החציון. ההרעה בולטת בעיקר ביחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון. תמונה דומה מתקבלת הן בשנת 2014, שנה שבה הייתה ירידה במכירת דירות חדשות, בשל ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס", והן בשנת 2011, בצל המחאה החברתית, שנה שבה רוב היחסים הפיננסיים מעידים על פגיעות בחברות בענף.

על אף ההאטה בפעילות והפגיעה בתזרים המזומנים נמצא שב-2017 יחסי המינוף של החברות דווקא השתפרו, אולם ייתכן ששיפור זה הוא תוצאה של שינוי השיטה חשבונאית – בעקבות יישום לראשונה של תקן החשבונאות הבין-לאומי החדש בדבר הכרה בהכנסה[[8]](#footnote-8) (IFRS 15). לעומת זאת, יחסי הנזילות (היחס המהיר והנזילות המיידית) נשארו בשנת 2017 קבועים במידה מסוימת, ולכן עדיין מדובר בשיעור יציב בהשוואה היסטורית. מכאן ניתן להסיק על היכולת של החברות בענף להתמודד עם הרעה בפעילות בטווח הקצר. עם זאת, אם מסתכלים על תזרים המזומנים מפעילות שוטפת ביחס לסך ההכנסות, ניכרת הרעה במהלך 2017, בדומה להתפתחות בשתי השנים שצוינו לעיל– שנת 2011 ושנת 2014.

בהסתכלות ארוכת טווח, רוב היחסים הפיננסיים מעידים ששנת 2016 הייתה שנת הגאות בענף בתקופה שנבחנה (2010–2017), ואילו שנת 2011 הייתה השנה החלשה ביותר בתקופה זו. בשנת 2017 ההאטה בשוק הדיור השפיעה לרעה בעיקר על יחסי הכיסוי, בשל הפגיעה בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, אף כי יחסי הנזילות מעידים שבשלב זה החברות בענף עמידות בטווח הקצר. זאת במקביל ליחסי מינוף יציבים, בהשוואה לשנים קודמות.

## ניתוח עומק של 12 חברות ציבוריות, מהגדולות בענף

### רקע

נכון לסוף שנת 2017 פועלות בישראל 30 חברות ציבוריות בענף הייזום והבנייה למגורים בארץ. הבחינה להלן מבוססת בעיקרה על נתוני 12 חברות, שהמידע אשר מפורסם לציבור מאפשר את ניתוחן, בעלות נתח השוק הגדול ביותר מבין אלה הפועלות בענף. לפי נתוני המכירות של 12 החברות שנדגמו (במונחי יחידות דיור) בשלוש השנים האחרונות (2015–2017), מדובר על נתח שוק של כ-17% בממוצע, כאשר נתח השוק של כלל החברות הציבוריות בענף מוערך[[9]](#footnote-9) ב-25%. האשראי הבנקאי והחוץ-בנקאי ל-12 החברות הללו היווה בסוף שנת 2017 כ-34% מהאשראי במשק לענף הבנייה (27 מיליארד ש"ח מתוך 79 מיליארד), והאשראי של 30 החברות בענף היווה כ-46% (36.5 מיליארדי ש"ח).

חשוב לציין כי 12 החברות האמורות הן אמנם מן הגדולות במשק, אך ככל הנראה הן אינן מייצגות את כלל הענף, משום שלחלק מהן יש יתרון לגודל ויכולת לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בפחות קושי (הן צלחו תקופות דומות בעבר). עם זאת, יש לניתוח המובא כאן כמה יתרונות: מדובר בניתוח החברות הנוטלות כשליש מהאשראי לענף זה, נתח השוק שלהן גדול – 17%, כאמור – ולהתנהגותן ולמצבן יש השלכות משמעותיות על שוק הדיור כולו.

### האינדיקטורים להאטה בפעילות וההשפעה האפשרית

על-פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה הייתה בשנת 2017 ירידה של כ-18% במכירת דירות חדשות, ועל פי נתוני הכלכלן הראשי במשרד האוצר[[10]](#footnote-10) הירידה במכירת דירות חדשות "במחירי שוק" (דירות שאינן במסגרת תוכניות הממשלה) חדה אף יותר – כ-27%, הרמה הנמוכה ביותר מאז שנת 2011. מגמת ההאטה בשוק הדיור נמשכה גם בשנת 2018 והתבטאה הן בירידה של התחלות הבנייה והן בירידה של מכירת דירות חדשות: על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה הייתה ברבעון ראשון 2018 ירידה של כ-27% במכירת דירות חדשות לעומת הרבעון המקביל שנה הקודמת וירידה של 4.4% בהשוואה לרבעון קודם.

ההאטה המשמעותית בשוק הדיור בולטת גם ב-12 החברות הציבוריות שנבחנו. בשנת 2016 הן דיווחו יחד על 5,491 יחידות דיור[[11]](#footnote-11) שנמכרו, ואילו ב-2017 הן דיווחו על מכירת 4,324 יחידות דיור[[12]](#footnote-12).

ההאטה במכירת דירות חדשות על ידי חברות אלו מורגשת גם בגידולו של מלאי הדירות הלא מכורות, בהתייחס לדירות שבהקמה ולאלה שהקמתן הסתיימה ומכירתן טרם הושלמה. נכון לסוף שנת 2017 מספר יחידות הדיור שטרם נחתמו לגביהן הסכמי מכירה מחייבים (עבור פרויקטים בהקמה) הסתכם ב-6,130, לאחר 5,849 ב-2016 – גידול של כ-5%. אם בוחנים את שיעור היחידות שטרם נחתמו לגביהן הסכמי מכירה מחייבים מתוך מספר היחידות הכולל בפרויקטים בהקמה, ניתן לקבל תמונה רחבה יותר לגבי השפעת ההאטה בשוק הדיור על החברות: ב-2017 מספר היחידות הכולל בפרויקטים בהקמה בחברות אלו הסתכם בכ-13,615 יחידות דיור, לאחר שב-2016 הוא עמד על 14,945 – שיעור של כ-45% ב-2017, לעומת כ-39% בקודמתה. משמע שעל אף ירידה של כ-9% בהיצע הדירות[[13]](#footnote-13) בפרויקטים שבהקמה לעומת שנת 2016, שיעור מלאי הדירות הלא מכורות גדל, היבט המחדד את תמונת ההאטה בפעילות.

הירידה במכירת דירות וההצטברות של מלאי דירות לא מכורות פוגעות בתזרים המזומנים של חברות אלו, וככל שמדובר בהאטה מתמשכת של תקופת זמן ארוכה, עלולה להיווצר פגיעה ישירה ביכולת של החברות לשרת את החוב לבנקים ולספקים, ובנוסף פגיעה ביחסי המינוף להן נדרשות החברות. ההשלכות האפשריות עלולות להביא לערעור המערכת הפיננסית, בשל הקישוריות הגבוהה של החברות בענף, לצד מינוף גבוה. עם זאת, כפי שאנחנו למדים מ‎לוח 1, לחברות בענף יכולת עמידות יציבה, ויכולת לצלוח תקופות של האטה ממשית בפעילות – יכולת הישרדותן עמדה במבחן בשנים 2011 ו-2014, שהיו שנים שחונות של ירידת הביקושים בענף.

### מבחני רגישות

כדי לבחון את עמידותן של החברות בענף ואת יכולתן לצלוח תקופות של הרעה בפעילות בדקנו את ההשפעה של שלושה תרחישים אפשריים בעלי הסתברות גבוהה יחסית להתממשות: האטה נוספת במכירת דירות, ירידה של מחירי הדירות והעלאה של שיעור הריבית. נבדקו שלושה יחסים פיננסיים נבחרים, שיכולים לשמש אינדיקציה לעמידותן של החברות: יחס המינוף[[14]](#footnote-14), הנזילות המיידית ויחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון.

לשם בחינת התרחישים הנחנו תמונה סטטית של החברות ליום ל-31/12/17, וממנה גזרנו את התרחישים האפשריים[[15]](#footnote-15), וזאת בהנחות הבאות:

1. העלאת שיעור הריבית – השתמשנו בניתוחי הרגישות של החברות המוצגים בביאורים לדוחות הכספיים, ומהם גזרנו את ההשפעה על ההון העצמי בשיעורי ריבית שונים.
2. ירידה של מחירי הדירות – השתמשנו בהכנסות ובעלויות הצפויות מכל פרויקט של כל חברה (מתוך תיאור עסקי התאגיד בדוחות הכספיים של החברות), והנחנו שירידת הערך תירשם רק כאשר ההכנסות הצפויות תהיינה נמוכות מהעלויות הצפויות[[16]](#footnote-16). את ירידת הערך של הפרויקט הכפלנו בשיעור הגמר ההנדסי הממוצע לפרויקטים שבהקמה, ולגבי פרויקטים שהקמתם הסתיימה הבאנו בחשבון את מלוא ירידת הערך.

###### השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

לוח 2. השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

1. האטה במכירת דירות חדשות – השתמשנו במספר יחידות הדיור שהחברה מכרה ב-2017 (לפי חלקה) והנחנו שהירידה במספר יחידות הדיור התרחשה כשיעור מתוך מספר זה. ההשפעה על ההון מורכבת ממכפלת יחידות הדיור שחושבו בשיעור הרווח הגולמי הממוצע (משוקלל לפי ההכנסות הצפויות מהפרויקט) ובהכנסה הממוצעת מיחידת דיור. לשם בחינת ההשפעה על תזרים המזומנים השתמשנו באותו חישוב, אך במקום בשיעור הרווח הגולמי השתמשנו בממוצע משוקלל של שיעור הגמר ההנדסי כאומדן לקצב קבלת התקבולים עבור מכירת יחידת דיור בפרויקטים.

###### השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 התרחשה ירידת מחירים

לוח 3. השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 התרחשה ירידת מחירים

‎לוח 2[[17]](#footnote-17) מרכז את ההשפעה של שלושת התרחישים, בשילובים שונים, על ממוצע המינוף של החברות בענף (משוקלל לפי נכסים). מתוך לוח זה אנו למדים כי אותם התרחישים משפיעים על המינוף של החברות במידה מוגבלת, ורק בערכי הקיצון (למשל ירידה של 30% במחירי הדירות והאטה של 50% במספר יחידות הדיור שנמכרו במהלך 2017) יחס המינוף מגיע לשיעורים גבוהים (81%), אף כי עדיין לא לרמת המינוף הגבוהה ביותר, שהייתה בשנת 2011 (‎לוח 4 בנספח). להלן הסיבות העיקריות לממצא שלפיו השפעת התרחישים על המינוף היא רק בערכי הקיצון: (1) השפעתה של העלאת הריבית על חברות אלו מוגבלת, משום שרובן גם מגייסות אג"ח בבורסה כמימון לפרויקטים או הלוואות בנקאיות שאינן צמודות לפריים (צמודות לליבור, למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין), ותשלומי הריבית בדרך כלל אינם מושפעים מהעלאת הריבית[[18]](#footnote-18). (2) ההשפעה של ירידת מחירי דירות ניכרת רק בשיעורים גבוהים (20% ומעלה), משום שברוב החברות שיעורי הרווח הגולמי גבוהים יותר (בממוצע[[19]](#footnote-19) 19%, עם סטיית תקן של 4.4%), וישנם פרויקטים שיכולים להגיע לשיעורי רווח גולמי גבוהים אף יותר. יצוין כי ההכרה בהפסדים מירידת ערך רק כאשר ערך המלאי יורד אל מתחת לעלותו היא הנחה מפשטת; ייתכן ששווי המימוש נמוך יותר[[20]](#footnote-20) עוד לפני שערך המלאי בדוחות הכספיים מגיע לעלותו. לפיכך בדקנו תרחיש נוסף, שבו ההנחה היא שכבר ב-2017 נמכרו יח"ד במחירי מכירה נמוכים יותר בשיעורים שונים (‎לוח 3). ממנו ניתן ללמוד שאמנם ההשפעה על המינוף באה לידי ביטוי גם בתרחישים פחות קיצוניים, אך עדיין לא מדובר בהשפעה משמעותית, ורק בערכי הקיצון מתקרבים לרמות המינוף ששררו בשנים קשות בענף (82%-83%). (3) האטה במכירת דירות והצטברות של מלאי פועלות להקטנת ההון בעיקר בחלק של שיעור הרווח הגולמי, וההשפעה העיקרית של הצטברות מלאי דירות היא על תקבולי המזומנים – כפי שלמדים מ‎איור 1.

##### השפעת ההאטה במכירת דירות חדשות על יחסים פיננסיים נבחרים, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

איור 1. השפעת ההאטה במכירת דירות חדשות על יחסים פיננסיים נבחרים, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

‎איור 1 מרכז את ההשפעה האפשרית של האטה במכירת דירות חדשות על שני יחסים פיננסיים שמייצגים את כושר הפירעון ואת רמת הנזילות. ההשפעה על הנזילות ניכרת רק במידה מסוימת, וגם זאת רק בערכי הקיצון: החל מירידה של 40% במכירת דירות חדשות יחס הנזילות המיידית יורד מהרמה שהייתה ב-2011; לעומת זאת ההשפעה על יחס תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להוצאות המימון משמעותית יותר ומעידה על רגישות של החברות בענף לתזרימי המזומנים, מחמת הוצאות המימון הגבוהות: בממוצע, כל ירידה של אחוז במכירת דירות משפיעה על יחס זה יותר מפי שניים. כאשר בוחנים את ההשפעה בשנים 2010–2017 ניתן לראות שכבר בשיעור ירידה של 20% במכירת דירות, עוברים את היחס הגרוע ביותר שנרשם בשנים אלו[[21]](#footnote-21).

עם זאת נציין כי יש להתייחס לתוצאות התרחישים בזהירות הראויה: ראשית, הבחינה מתבססת על ניתוח לטווח קצר של עד שנה ובנקודת הזמן הנוכחית, ולכן תוצאות התרחישים אינן בבחינת מידע הצופה פני עתיד לגבי האטה מתמשכת של מספר שנים בפעילות החברות. שנית, אין להסיק מבחינה זו על ההסתברות של החברות בענף לחדלות פירעון, משום שבמהלך פעילות העסקים הרגיל שלהן הן יכולות לעשות מגוון של פעולות שאינן באות לידי ביטוי כאשר מניחים "תמונה סטטית" של החברה. נוסף על כך יש לחברות אלו תזרימי מזומנים צפויים מעסקאות קודמות, שאינם מוצאים ביטוי בתרחישים אלו.

על אף האמור, מתוך בחינת תרחישים אפשריים של "תמונה סטטית" והשוואתם לשנים קודמות אנו למדים על האיתנות של החברות בענף בטווח הקצר ועל יכולתן לצלוח הרעה בפעילות: הואיל והיחסים הפיננסיים אינם מגיעים לרמה ששררה בשנים של האטה ניכרת בפעילות, גם בערכים קיצוניים של האטה בפעילות, ניתן להניח שבאופק זמן של עד שנה האטה נוספת לא תגרום פגיעה ממשית בחברות, כזאת שתשפיע על המערכת הפיננסית כולה.

## סיכום ומסקנות

ההאטה בשוק הדיור באה לידי ביטוי בדוחות הכספיים של רוב החברות הציבוריות בענף, וברובן הייתה הרעה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת. למרות זאת, האינדיקטורים הפיננסיים שנבחנו מצביעים על יציבות של רוב החברות בענף. שנות הגאות בענף הבנייה למגורים ביססו את חוסנן של החברות, כך שרובן נהנות מרמת נזילות אשר תשמש אותן לצורך פירעון חובותיהן גם בתקופות של האטה בפעילות. גם יחסי המינוף הפיננסי נותרו יציבים, וברוב החברות לא ניכרת בהם הרעה שיכולה לגרור הרעה בתנאי ההלוואה או דרישה לפירעון מיידי של ההתחייבויות.

ניכר כי רוב החברות מצליחות להניע את פעילותן באמצעות הרחבתה לתחומים נוספים – ייזום ובנייה למגורים בחו"ל, ייזום ובנייה למסחר והשקעה בנכסי נדל"ן מניב (בארץ ובחו"ל). כך למשל, ישנן חברות שבמהלך 2017 סיווגו מלאי דירות שנועדו תחילה למכירה לנכסי נדל"ן מניב[[22]](#footnote-22), צעד שיכול להתפרש גם כאינדיקציה לאי הצלחה במכירה; חלק מהחברות מייצרות לעצמן עתודות קרקע לשנים הקרובות באמצעות פרויקטים של "התחדשות עירונית", ונוסף על כך עדיין יש למרביתן היקף נרחב של פרויקטים בתכנון ועתודות קרקע שיכולים לשמש אותן בשנים הקרובות. לפיכך, בשלב זה (נכון לדצמבר 2017) החברות אינן מזדרזות להיפטר ממלאי הדירות שברשותן על ידי הורדת מחירים בשל מצוקה תזרימית[[23]](#footnote-23).

ישנן חברות שמשתתפות בתוכניות הממשלה לצורך הנעת פעילותן, כך ש-6 מתוך 12 החברות הציבוריות שנדגמו משתתפות בתכנית "מחיר למשתכן". מרבית החברות שמשווקות פרויקטים של "מחיר למשתכן" בוחרות לעשות זאת באזורי ביקוש גבוה, בעיקר במרכז הארץ. נראה כי חלק מהחברות לוקחות חלק בתוכניות הממשלה כדרך נוספת להפיק תזרימי מזומנים, על אף שיעורי רווח גולמי נמוכים יותר מאשר בפרויקטים בשוק החופשי.

ככל שניתן ללמוד מהדוחות של החברות שנבחנו ומתרחישי הקיצון בטווח הקצר, הרי בשלב זהההאטה בשוק הדיור אינה מהווה פגיעה ממשית ביציבותן הפיננסית של החברות הציבוריות בענף ייזום הבנייה למגורים, פגיעה שיכולה להוביל להרעה במערכת הפיננסית כולה. עם זאת, כפי שהוסבר לעיל, ייתכן שהחברות הציבוריות שנבחנו אינן מייצגות את כלל הענף, משום שלאלה יש כלים (מעבר להרחבת הפעילות) להתמודד עם הרעה בפעילות – למשל גיוס הון מניות כדי לחזק את ההון של החברה ובאופן זה לשפר את יחס המינוף, או מיחזור חוב יקר בחוב זול – וחלק מהן כבר עשו בהם שימוש. לעומתן ישנן חברות קטנות רבות שהכלים העומדים לרשותן מצומצמים יותר, ולכן הן חשופות לפגיעה ממשית יותר כתוצאה מהאטה בשוק הדיור[[24]](#footnote-24).

יתר על כן, החברות הפרטיות לרוב מגייסות מימון רק באמצעות אשראי בנקאי, וברוב המקרים מדובר בריבית משתנה (פריים+); לפיכך אם הריבית תעלה המצוקה התזרימית של החברות תהיה גדולה יותר, ופגיעתה בהן תהיה משמעותית יותר מאשר בחברות הציבוריות בענף (כפי שנלמד מתוך תרחישי הקיצון). מאחר שרוב החברות הקטנות הן פרטיות, ולנו יש גישה רק לדוחות המפורסמים לציבור, אין בידנו לנתח את כלל החברות בענף ולאמוד את יציבותן הפיננסית.

## נספח

##### סיווג חברות ייזום הבנייה למגורים (לפי היררכיית הסיווג של הלמ"ס מ-2011)

###### יחסים פיננסיים נבחרים, 12 החברות שנדגמו ו-18 החברות האחרות בענף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים) וחציון

לוח 4. יחסים פיננסיים נבחרים, 12 החברות שנדגמו ו-18 החברות האחרות בענף, ממוצע משוקלל (לפי נכסים) וחציון

##### 

###### השפעת תרחישים אפשריים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

לוח 5. השפעת תרחישים אפשריים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים)

###### השפעת התרחישים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 התרחשה ירידת מחירים

###### לוח 6. השפעת התרחישים על יחס החוב ל-CAP, ממוצע משוקלל (לפי נכסים), בהנחה שכבר ב-2017 התרחשה ירידת מחירים

1. על-פי הסיווג הענפי של הלמ"ס מ-2011 חברות ייזום הבנייה למגורים מסווגות בענף 41 "בניית מבנים ובניינים", השייך לענף הכללי "בנייה". בסקירה זו התייחסנו לענף הכללי "בנייה" (בדיון על האשראי הבנקאי ובאשראי במשק) או לענף "בניית מבנים ובניינים" (בדיון על האג"ח התאגידיות), משום שלא היה ניתן לבודד את הנתון של חברות ייזום הבנייה למגורים. מהענף הכללי "בנייה" נטרלנו את הנתון עבור הענף "עבודות הנדסה אזרחית" (חברות העוסקות בבניית תשתיות), ולכן נשארנו עם הנתון המתייחס בעיקר לחברות העוסקות בייזום ובנייה של מבנים. ראו גם ‎איור 2 בנספח. [↑](#footnote-ref-1)
2. להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל לשנת 2017. [↑](#footnote-ref-2)
3. להרחבה ראו אומדן קישוריות הענפים, תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2014. [↑](#footnote-ref-3)
4. על-פי סקירה של הכלכלן הראשי במשרד האוצר לרבעון שלישי 2017 נתח השוק של 100 הקבלנים הגדולים הוא 42.4%, ונתח השוק של 30 הקבלנים הגדולים הוא 27.5%. (מכאן אנו למדים שנתח השוק של שאר החברות והקבלנים מפוזר בין קבלנים רבים).

   כמו כן, בדוח של הכלכלן הראשי באוצר על ענף הבנייה למגורים שהתפרסם במאי 2018, צוין כי ישנן 1,100 חברות בנייה שהיו פעילות הן ב-2015 וב-2017. היבט נוסף המעיד על מגוון החברות בענף. [↑](#footnote-ref-4)
5. לפי חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. [↑](#footnote-ref-5)
6. ערבות חוק מכר היא ערבות בנקאית מטעם מבצע פרויקט הנדל"ן, המשמשת ביטוח לרוכשי הדירות למקרה שהפרויקט לא ייצא לפועל בשל נסיבות כלכליות או מעשי מרמה. [↑](#footnote-ref-6)
7. יצוין כי בחישוב זה – לגבי שתיים מהחברות, שסך נכסיהן גדול משמעותית משל יתר החברות בענף, ותחום פעילותן העיקרי (לפחות 50%) אינו ייזום בנייה למגורים בארץ, ביצענו את השקלול לפי נכסי המגזר הספציפי, כפי שמופיע בביאור על מגזרי הפעילות בדוחותיהן הכספיים. שקלול זה נעשה בכל המקרים שחישבנו ממוצע משוקלל לפי נכסים. [↑](#footnote-ref-7)
8. מבחינת הטיפול החשבונאי בדבר ההכרה בהכנסה ממכירת דירות, טרם יישום התקן החדש, נדחתה ההכרה בהכנסה למועד מסירת הדירות לרוכשים. לכן המזומנים שהתקבלו מהרוכשים נרשמו בסעיף "מקדמות מרוכשי דירות". כך שלמעשה, סעיף ההכנסות משקף את ההכנסות מאותן הדירות שנמסרו בשנים הנדונות. לפי התקן החשבונאי החדש ההכרה בהכנסה תהיה על פי קצב התקדמות הבנייה, וההכנסה תירשם כנגד סעיף המזומן או כנגד סעיף הלקוחות. אף שיישומו המחייב של התקן החדש נקבע לינואר 2018 חברות רבות כבר יישמו אותו בדוחותיהן באימוץ מוקדם, וזאת לפי גישת היישום החלקי למפרע (שלפיה ההשפעה המצטברת של היישום לראשונה תיזקף ליתרת הפתיחה של העודפים, ללא יישום למפרע של תקופות דיווח קודמות).

   השינוי בתקינה החשבונאית בעניין ההכרה בהכנסה, מועדי היישום השונים מחברה לחברה וההשפעה על הדוחות הכספיים במועד היישום – אלה פוגעים במידה מסוימת בניתוח היחסים הפיננסיים וכן בהשוואה של הסעיפים החשבונאיים (למשל ההכנסות, מלאי וההון העצמי) בין החברות ובין התקופות. [↑](#footnote-ref-8)
9. לפי נתוני ההכנסות של החברות שנדגמו מכלל ההכנסות של החברות הציבוריות בענף. [↑](#footnote-ref-9)
10. סקירה כלכלית מיום 11 בפברואר 2018. [↑](#footnote-ref-10)
11. יחידות דיור שנמכרו על-ידי החברות כולל חלקם של שותפים בפרויקטים. [↑](#footnote-ref-11)
12. נתוני הרבעון הראשון של שנת 2018 מצביעים על 1,188 יחידות דיור (בהשוואה ל- 880 יח"ד בתקופה המקבילה ב- 2017), מתוכם 375 יח"ד שנמכרו על ידי אחת החברות במסגרת התוכנית מחיר למשתכן. [↑](#footnote-ref-12)
13. הירידה בהיצע הדירות של חברות אלו קשורה ככל הנראה להחלטת הממשלה שלפיה מרבית הקרקעות במדינה ישווקו במסגרת תוכניות הממשלה. [↑](#footnote-ref-13)
14. נוסף על יחס המינוף הסטנדרטי בחנו את יחס החוב הפיננסי ל-CAP (יחס מינוף מקובל יותר בענף המנותח), שהוא רגיש לשינויים בהון העצמי יותר מאשר יחס המינוף הסטנדרטי. להרחבה ראו ‎לוח 5 ו‎לוח 6 בנספח לתיבה. [↑](#footnote-ref-14)
15. הנחת העבודה של בחינת התרחישים היא "מה היה קורה אילו במהלך שנת 2017, עד ליום ה-31/12/17, התרחיש היה מתקיים", כאשר כל יתר הגורמים קבועים. זאת כדי לקבל אינדיקציה לעמידותן של החברות בענף. התעלמנו מהשפעה של מסים. [↑](#footnote-ref-15)
16. על פי תקן חשבונאות בין-לאומי בדבר מלאי (IAS 2), המלאי יוצג כנמוך מבין העלות לבין שווי המימוש (מחיר המכירה בניכוי עלויות המכירה ועלויות ההשלמה). בתרחיש זה נקטנו הנחה מפשטת, בשל מגבלת המידע, והתעלמנו משווי המימוש של כל פרויקט. לכן ההכרה בהפסד תהיה רק כאשר ערך המלאי במאזני החברות נמוך מעלותו. [↑](#footnote-ref-16)
17. הצבעים בלוח, לגבי כל תרחיש, כוילו יחד עם יחס המינוף של 12 החברות שנבחנו לאורך השנים 2010–2017. (ראו ‎לוח 4 בנספח.) משמע שיחסי המינוף שחושבו בתרחישים הללו נבחנו בהשוואה ליחסי המינוף לאורך 8 השנים האחרונות. [↑](#footnote-ref-17)
18. ייתכן שההשפעה של הריבית על המינוף נמוכה אף יותר, עקב הטיפול החשבונאי של היוון עלויות האשראי (IAS 23) למלאי. [↑](#footnote-ref-18)
19. חושב ממוצע פשוט בין החברות של הממוצע המשוקלל של שיעור הרווח הגולמי לפי ההכנסות הצפויות מהפרויקטים של כל חברה. [↑](#footnote-ref-19)
20. על פי תקן חשבונאות בין-לאומי בדבר מלאי (IAS 2), המלאי יוצג כנמוך מבין העלות לבין שווי המימוש (מחיר המכירה בניכוי עלויות המכירה ועלויות ההשלמה). בתרחיש זה נקטנו הנחה מפשטת, בשל מגבלת המידע, והתעלמנו משווי המימוש של כל פרויקט. לכן ההכרה בהפסד תהיה רק כאשר ערך המלאי במאזני החברות נמוך מעלותו. [↑](#footnote-ref-20)
21. כלומר: אם ב-2017 הירידה במכירת דירות חדשות על ידי החברות הייתה בשיעור של 38.4% בהשוואה ל-2016: . [↑](#footnote-ref-21)
22. באופן הזה החברות הרוויחו בשני מישורים: האחד הוא ההכרה ברווח עקב גישת המעברים בין שני התקנים החשבונאיים; השני הוא יצירת מגזר פעילות נוסף לחברה, שיפיק תזרימי מזומנים באמצעות השכרת דירות. [↑](#footnote-ref-22)
23. זאת אנחנו למדים מהמחיר הממוצע לדירה שעליו דיווחו החברות בשנים 2015–2017 ומההשוואה של המחיר הממוצע של מ"ר בפרויקט בין 2016 ל-2017. [↑](#footnote-ref-23)
24. דוגמה לכך ניתן להביא מן הדוחות של אחת החברות שנבחנו, זו אשר נתח השוק שלה הוא הנמוך ביותר. בחברה זו הורע משמעותית תזרים המזומנים מפעילות שוטפת, וכן ירד במידה ניכרת מספר היחידות הכולל בפרויקטים שבהקמתה. כתוצאה מההרעה, וככל הנראה כדי לעמוד באמות המידה הפיננסיות אליהן התחייבה, הציעה החברה יחידות דיור במסלול "מחיר למשתכן" בפרויקטים שבנייתם הסתיימה, אך מלאי יחידות הדיור טרם נמכר. כתוצאה מכך היא רשמה הפסדים מירידת ערך, וכן בחנה את מלאי הדירות שברשותה והפחיתה את יתרתו בדוחות הכספיים, נכון לסוף שנת 2017. ייתכן שחברה זו מייצגת יותר את החברות הקטנות בענף. [↑](#footnote-ref-24)