

תקציר

✓ בשנים האחרונות גדל בהתמדה חלקו של האשראי החוץ בנקאי בסך מקורות המימון של המגזר העסקי. גם האשראי החוץ בנקאי הניתן כנגד ממסרים דחויים גדל בהתמדה ואף במהירות גבוהה, אם כי משקלו בסך מקורות האשראי למגזר העסקי קטן יחסית (סך האשראי שהעמידו החברות הציבוריות בענף בתום שנת 2019 היה נמוך מ-1% מכלל האשראי למגזר העסקי). בין הגורמים שתרמו לצמיחתו המהירה של אשראי מסוג זה ניתן לציין את האסדרה של התחום שהגבירה את המוניטין של החברות הפועלות בענף ותמכה בביקושים מצד חברות במגזר העסקי והגדילה את מקורות המימון של החברות בענף.

✓ מנתוני החברות הציבוריות בענף ניתן להסיק כי הענף ריכוזי, אך התחרותיות בו התגברה בשנים האחרונות. לחלק מן החברות ישנה תלות באנשי מפתח, בדרך כלל דמות שמלווה את הפעילות של החברה כבר שנים רבות. הלקוחות המרכזיים של החברות בענף מגיעים מהענפים: בינוי ונדל"ן, תעשייה, שירותים ופיננסיים (מנכי משנה).

✓ הפעילות של החברות בענף תלויה ישירות במצב הכלכלי במשק הישראלי ובפרט בסקטור העסקי. כאשר הפעילות גדלה, עסקים מקבלים יותר תשלומים בממסרים דחויים ומבקשים להפוך אותם למזומן. על רקע קשר זה, להערכתנו תיק האשראי של החברות בענף עשוי להתכווץ בכ-10%-15% בשנת 2020.

✓ העלייה בסיכון הכולל במשק והצמצום בהיצע האשראי בענף המסחר בממסרים דחויים צפויים להתבטא בעלייה במרווח האשראי ברוטו של החברות בענף בתקופה הקרובה. מאידך, בשל העלייה בסיכון וקשיי הנזילות שנגרמו בעקבות הקורונה גם שיעור ההוצאה לחומ"ס מסך הכנסות המימון צפוי לעלות ולקזז מהעלייה במרווח ברוטו.

החטיבה לשוקי הון < אגף כלכלה

גילי בן אברהם



נש"פים

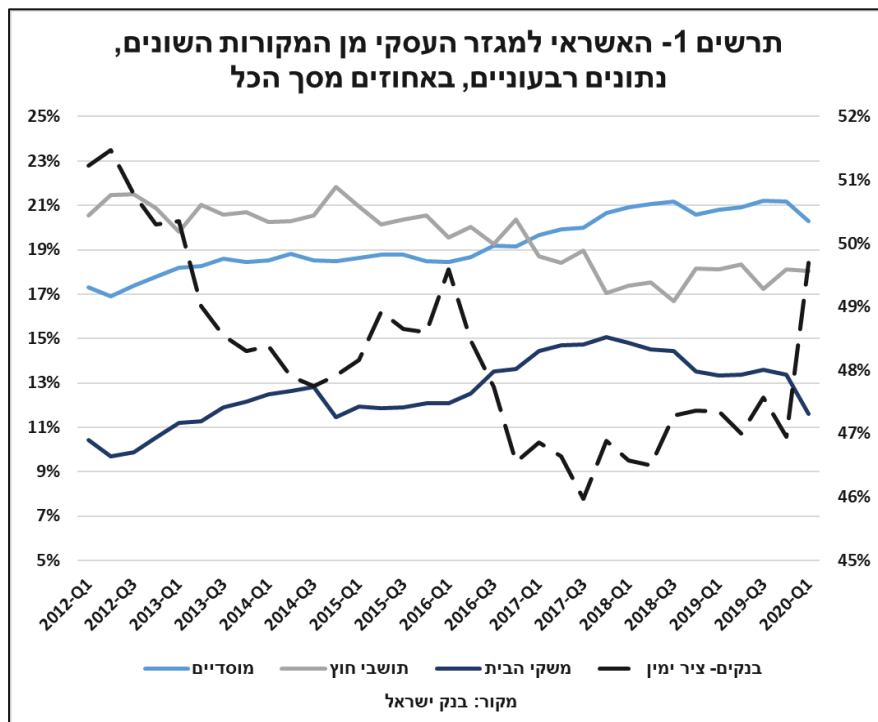
יולי 2020

רקע

האשראי הכולל למגזר העסקי צמח בשנים האחרונות בקצב גבוה יחסית- במהלך השנים 2016-2019 עמד קצב העלייה השנתי (רביע מול רביע מקביל) של האשראי למגזר העסקי על כ-4.6% בממוצע, זאת בהשוואה לכ-1% בלבד בשנים 2013-2015. אולם, ברביע הראשון של 2020 בעקבות הקורונה עלה האשראי הכולל למגזר העסקי בכ-0.7% בלבד.

החוב של המגזר העסקי בישראל ביחס לתוצר נמוך ביחס למדינות מפותחות ומצוי בירידה בהסתכלות ארוכת טווח, אף שבשנים האחרונות הוא נותר יציב סביב 70% תוצר, לשם ההמחשה בשנת 2008 עמד חוב זה על 90% תוצר. על הגורמים הבולטים שהביאו לירידה ביחס החוב לתוצר בישראל נמנים, המבנה הענפי של החברות בישראל והמבנה התאגידי של החברות בישראל. בפרט, השינוי המבני המתחולל במשק הנשען יותר מבעבר על שירותים ופחות על תעשייה, כאשר חברות מתחום השירותים ממונפות פחות מחברות תעשייה ומתבססות יותר על הון ופחות על חוב. כמו כן, הירידה של מספר חברות ההחזקה הגדולות במשק, שהתאפיינו בפעילות ממונפת, על רקע חוק הריכוזיות והקשיים הפיננסיים שחוו חברות אלה בתקופת המשבר הפיננסי בעולם בשנת 2008.¹

תמורות מהותיות חלו בתמהיל מקורות האשראי של המגזר העסקי בשנים האחרונות, חלקן מייצגות מגמות ארוכות טווח כגון העמקת התחרות והגדלת האשראי למגזר העסקי מצד הגופים המוסדיים על רקע מספר שינויים רגולטוריים שקידמו את פיתוח שוק ההון הישראלי והרחבת החיסכון של הציבור, וחלקן נבעו ממגבלות רגולטוריות על הבנקים. כתוצאה מכך, מחד, חלקו של האשראי הבנקאי בסך האשראי של המגזר העסקי ירד ממעל מחצית בשנת 2012 לכ-47% ברביע האחרון של 2019



(ראה/ תרשים 1). ומאידך, חלקו של האשראי החוץ בנקאי-מקומי מסך האשראי למגזר העסקי גדל, בדגש על האשראי מהמוסדיים ומשקי הבית, אם כי חלקו של האשראי מבית מצוי בירידה מסוימת בשנים האחרונות, אך ביחס לתחילת תקופת ההשוואה חלקו של האשראי מבית מצוי בעלייה. יחד עם זאת, ברביע

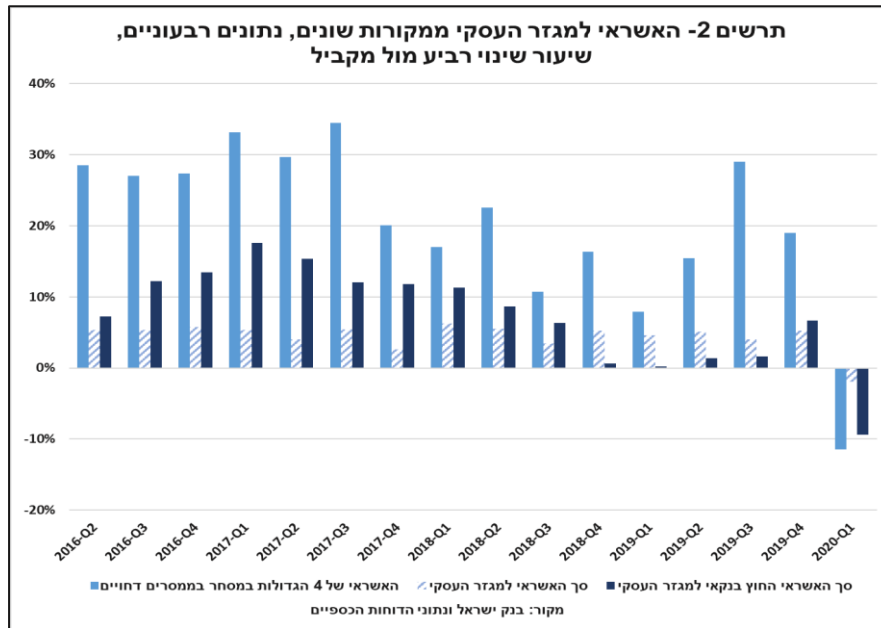
הראשון של 2020 עלה בחדות חלקו של האשראי הבנקאי מסך האשראי למגזר העסקי על חשבון חלקם של המוסדיים ומשקי הבית, כאשר הראשונים הגדילו את האשראי שלהם למגזר העסקי במונחים נומינליים ואילו האחרונים צמצמו אותו.

לצד מקורות האשראי שהוזכרו מעלה, ולצד מקורות נוספים קטנים בגודלם כגון חברות כרטיסי האשראי והממשלה, קיים מקור מימון נוסף למגזר העסקי- חברות למסחר במסחרים דחויים, הנכללות בקבוצת "נותני שירותים פיננסיים". חברות אלה מעניקות אשראי למגזר העסקי כנגד שיקים דחויים, בין אם נרשמו על ידי הלקוח מקבל האשראי ובין אם נרשמו על ידי צד ג' עבור הלקוח, וגובות עמלה על העמדת האשראי הנקבעת על בסיס פרמטרים שונים כגון דירוג מושך השיק, תקופת ההלוואה ועוד. ישנן חברות מסוג זה שגם פועלות מול מנכי משנה, חברות קטנות יותר למתן אשראי, המעבירות אל החברות ממסרים דחויים בהיקפים גבוהים. בדרך כלל האשראי מהחברות בענף מוענק

¹ דוח בנק ישראל לשנת 2019, פרק ד'- מימון המגזר הפרטי בישראל.

לחברות קטנות ובינוניות ולטווחי זמן קצרים ומסייע ללקוחותיהן בשיפור תזרים המזומנים והגדלת נזילותן. האשראי באמצעות מסחר בממסרים דחויים מתאים לחברות קטנות ובינוניות משום שגישתן של חברות אלו למקורות מימון כגון הנפקות אג"ח או הלוואות ישירות מהמוסדיים מוגבלת מאוד עד בלתי קיימת, כיוון שבין היתר עלויות התפעול והגבייה ממספר רב של לקוחות גבוהות ולא משתלמות למשקיעים מוסדיים.

פעילותן הציבורית של החברות בשוק הממסרים הדחויים התגברה לאחרונה ונכון לשנת 2019 תשע חברות העוסקות בתחום זה נסחרו בבורסה. סך תיק האשראי של תשע החברות הציבוריות עמד על 5.5 מיליארד ₪ בתום שנת 2019, היקף זה אמנם מזערי ביחס לסך האשראי שהועמד למגזר העסקי שהסתכם בכ-966 מיליארד ₪ בתום שנת 2019, אך ניתן להעריך כי הוא גדל בעוצמה גבוהה ביחס ליתר מקורות המימון של המגזר העסקי.



בשוק המסחר בממסרים דחויים קיימות ארבע חברות ציבוריות ותיקות יחסית המפרסמות את דוחותיהן הכספיים החל משנת 2015- האחים נאוי, אופל בלאנס, אס.אר אקורדס ופנינסולה, יתר החברות החלו להיסחר רק לאחרונה ואין לגביהן מידע היסטורי העולה על שנתיים עד

שלוש שנים. החברות הללו נבדלות אחת מהשנייה בין היתר בתמהיל הפעילות, כך למשל בעוד שכ-70% מתיק האשראי של האחים נאוי ניתן כנגד ממסרים עצמיים והיתר כנגד ממסרים מצד ג', באס.אר אקורד חלקו של האשראי הניתן כנגד ממסרים עצמיים עומד על כ-30% בלבד. בחינה של התפתחות תיק האשראי של ארבע החברות המוזכרות מעלה לאורך השנים עשויה לספק אינדיקציה על פעילות האשראי של החברות הפועלות בתחום. חשוב להדגיש כי לקבוצת האחים נאוי משקל די גדול בתיק המצרפי הנע בין 50%-60%. כפי שניתן לראות בתרשים מס' 2, מאז הרביעי ה-3 בשנת 2015 קצב הצמיחה של תיק האשראי (רביעי מול רביעי מקביל) של ארבע החברות המוזכרות לעיל היה גבוה מקצב הצמיחה של סך האשראי למגזר העסקי וסך האשראי החוץ בנקאי מקומי למגזר העסקי לכל אורך התקופה להוציא הרביעי הראשון של 2020, כאשר בדרך כלל קצב הצמיחה של האשראי של החברות הסוחרות בממסרים דחויים היה דו ספרתי או קרוב לכך. בסך הכל, עד לתום שנת 2019 עלה האשראי למגזר העסקי מ-4 החברות לעיל בכ-170% בעוד שסך האשראי החוץ בנקאי מקומי עלה בכ-40% וסך האשראי למגזר העסקי בכ-23%. הגידול באשראי למגזר העסקי מן

² מכיוון שהחברות הציבוריות בענף החלו לפרסם נתונים סביב 2015 חשוב לסייג ולציין כי תקופת המעקב הינה קצרה יחסית וכוללת בסך הכל 20 רבעיים.

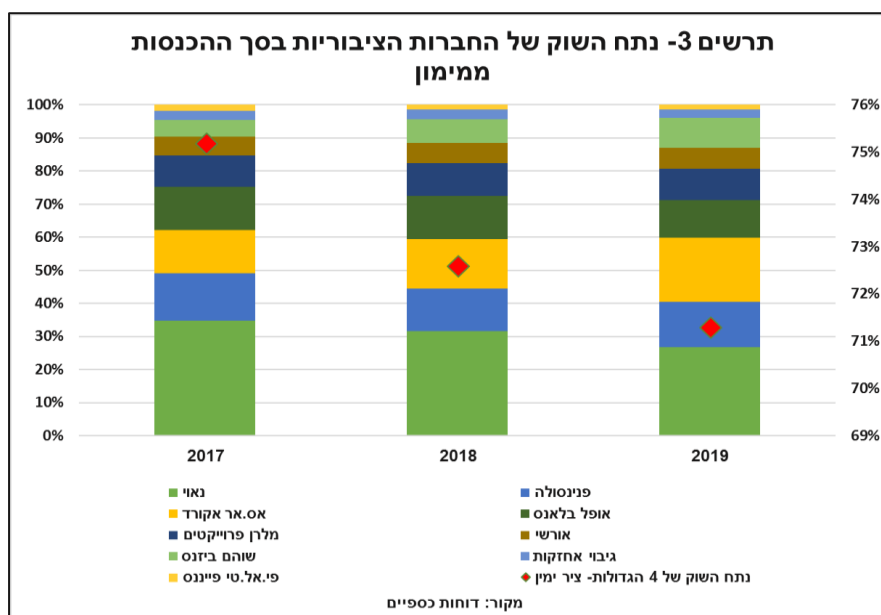
כמו כן, יודגש כי בדיקה מסוג זה עשויה לסבול ממספר הטיות מכיוונים שונים. מצד אחד, ייתכן כי חברות אלו הן הטובות בתחומן ולכן ההתפתחות של האשראי שלהן הינה למעשה הערכת יתר של כלל השוק. אולם, מצד שני, לא מן הנמנע כי קצב הגידול של הפעילות של החברות הללו, שהינן הבוגרות בתחומן, נמוך ביחס לכלל השוק שכן אפשר שחברות אלו ניצלו את מרבית מקורות המימון שלהן ולכן יכולת התרחבותן מוגבלת, בעוד שלחברות צעירות וחדשות יותר קל יותר להרחיב את תיק האשראי וייתכן שגם "תאבון הסיכון" שלהן רב יותר.

בהמשך לאמור לעיל, הגידול של סך תיק האשראי של תשע החברות הציבוריות בתחום בשנת 2019 היה גבוה מהגידול בארבע החברות הוותיקות יותר, מה שמחזק דווקא את האפשרות שהבדיקה מוטה כלפי מטה.

³ בשל המשקל הגדול בתיק האשראי המצרפי ייתכנו שינויים בתיק האשראי של האחים נאוי המייצגים שינויים הקשורים בחברה עצמה אך לא מייצגים את המגמות בכלל הענף, כך שמסקנות הניתוח עלולות להיות מוטות.

החברות הללו היה גבוה גם מהגידול באשראי הבנקאי לעסקים הקטנים, הבינוניים ואף הגדולים בשנים 2016-2019.

תהליך העמדת האשראי הפשוט יחסית הניכר בבירוקרטיה נמוכה, זריזות וביטחונות נמוכים יחסית הנדרשים מהלקוחות תמך בקצב הגידול הגבוה של האשראי שהעניקו חברות אלו. כך גם הגיבוי שהתקבל מצד הרגולטור במטרה לתמוך בפלח פעילות זה, לגוון את מקורות המימון של המגזר העסקי ובפרט בעבור עסקים קטנים ובינוניים, ולהגביר את התחרות בין נותני האשראי. גיבוי זה התבטא, בין היתר, באסדרה של הענף, הכוללת דרישה להחזקה ברישיון על מנת לעסוק במתן אשראי, כך שכפועל יוצר רמת האמון בחברות הפועלות בענף התגברה ותדמיתו השתפרה, הן מצד לקוחות והן מצד ממשנים. העלייה באמון מצד הממשנים ושינויים רגולטוריים הובילו להגדלת מקורות המימון של החברות הסוחרים במספרים דחויים ואלו בתורם השכילו לנתבם לטובת הגדלת האשראי למגזר העסקי.



ענף המסחר במספרים דחויים ריכוזי, אם כי התחרותיות בו גדלה. מנתוני תשע החברות הציבוריות ניתן ללמוד כי ארבע החברות הגדולות ריכוזו כ-79% מסך יתרת האשראי בשנת 2019, בהשוואה לכ-82% בשנת 2018. תמונה זו נכונה גם בבחינת נתוני ההכנסות ממימון של החברות,

ארבע החברות הגדולות ריכוזו כ-71% מסך הכנסות המימון של החברות הציבוריות בשנת 2019, אך שיעור זה מצוי בירידה, כך לשם השוואה בשנת 2017 הסתכם שיעור זה בכ-75% (ראה/י תרשים 3). התחרות בין החברות בענף מתמקדת בין השאר במוניטין של החברות ובעמלות הניכיון שהן גובות. לפי נתוני רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון נכון ליוני 2020 ישנם 227 גופים רשומים בעלי רישיון לעסוק במתן אשראי, כאשר ל-69 מהם ישנו רישיון מורחב המאפשר להגיע ליתרת אשראי הגדולה מ-25 מיליון ש"ח.

יצוין כי לחלק מן החברות הציבוריות בענף ישנה תלות באנשי מפתח, כך בין השאר לחברות אופל בלאנס ולאחים נאוי, לפי דיווחיהן, ישנה תלות במנהלים מסוימים הנובעת מניסיונם העשיר ומומחיותם. עיקר הלקוחות של החברות בענף מגיעים מתחומי הבינוי, תשתיות, פיננסיים (מנכי משנה), תעשייה ושירותים. בהקשר זה חשוב להבהיר כי הענפים שנפגעו עד כה במידה הרבה ביותר מהשלכות נגיף הקורונה, מלונאות, תעופה, שירותי אוכל ותרבות ופנאי, אינם נמנים על הלקוחות המרכזיים של החברות בענף והחשיפה אליהם נמוכה.

לפי הצפי- תיק האשראי יצטמצם, ואילו המרווח ברוטו ושיעור הוצאה לחומ"ס יעלו

הפעילות של החברות בענף המסחר במספרים דחויים תלויה ישירות במצב הכלכלי במשק הישראלי ובפרט בסקטור העסקי. עלייה בהיקף הפעילות הכלכלית, צריכה והשקעות, מתבטאת בעלייה במכירות של מוצרים ושירותים, חלקם באמצעות שיקים דחויים. עסקים זקוקים לאשראי על מנת לעמוד בהוצאות השוטפות וכן בכדי לבצע השקעות ורכישות נוספות על מנת להגדיל את הייצור

⁴ רשות שוק ההון ביטוח וחסכון, מאגר רישיונות שירותים פיננסיים.

והמלאי של העסק כאשר ישנן ציפיות להתרחבות. לאור זאת, עלייה בפעילות הכלכלית תומכת בגידול באשראי המוענק כנגד הסבת ממסרים דחויים.

כמובן שיחסי הגומלין בין הפעילות הכלכלית והאשראי פועלים גם בכיוון ההפוך. ירידה בפעילות הכלכלית במשק משתקפת בירידה במכירה של מוצרים ושירותים ולכן גם השימוש בשיקים דחויים. בנוסף, במצב שכזה הסיכון בכלל המשק גדל ומטיב על היצע האשראי ועל רצונם של המלווים במשק ליטול סיכונים, הסנטימנט של העסקים נפגע וגם הביקוש לאשראי קטן. כמו כן, ירידה בפעילות הכלכלית עשויה להוביל לעלייה במקרי חדלות פירעון וכפועל יוצא לקשיים בקרב נותני שירותים פיננסיים בגביית חובות.

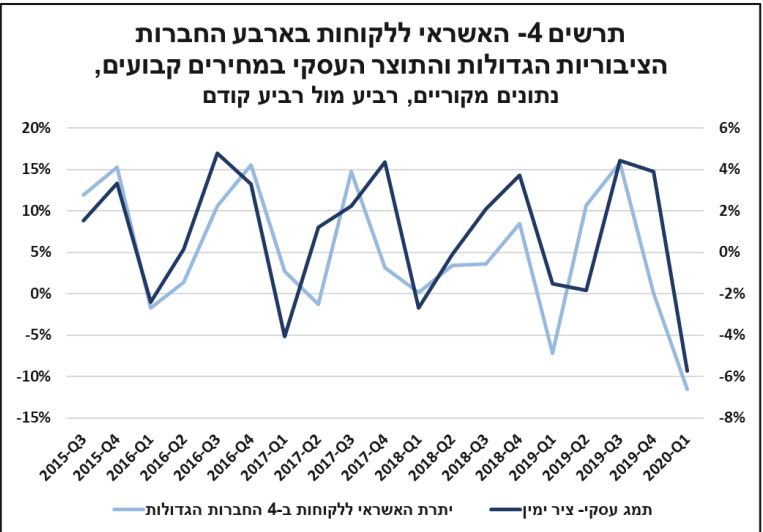
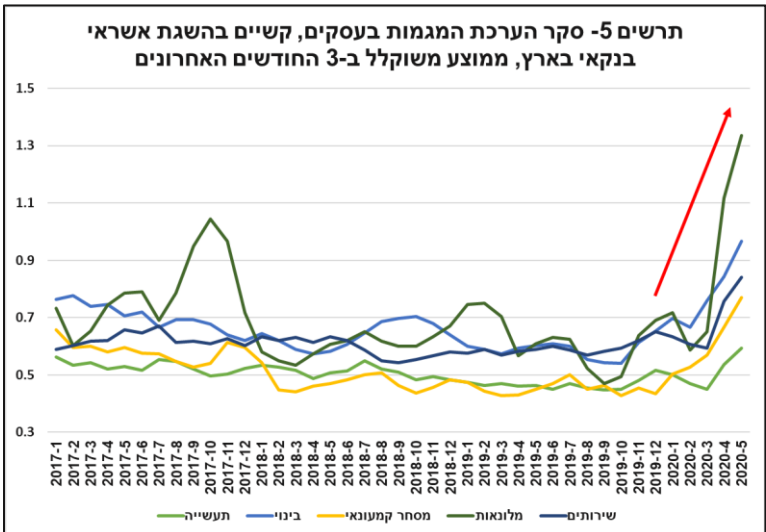
להערכתנו ההשלכות של נגיף הקורונה על הענף צפויות להיות מעורבות, אך ההשפעה נטו תהיה מצמצמת. ראשית, כאמור לעיל, הירידה החדה יחסית בפעילות הכלכלית בישראל צפויה להוביל לעלייה בהיקף אירועי חדלות הפירעון בקרב לקוחות ו/או מושכי שיקים, ולפיכך ניתן להעריך כי תירשם עלייה בהוצאות בגין הפסדי אשראי וקשיי הגבייה יתגברו.

שנית, הסיכון בכלל המשק גדל ותיאבון הסיכון של נותני האשראי פוחת כך שהיצע האשראי, לרבות האשראי למגזר העסקי, מצטמצם. בהתאמה גם האשראי שהועמד עד כה לטובת החברות בענף המסחר בממסרים דחויים צפוי להתכווץ, לפחות מגורמים נבחרים, ולהטיב על היכולת שלהן להתרחב. יחד עם זאת, דווקא בגלל צמצום היצע האשראי מצד גורמים נבחרים בצד ההיצע, כגון המערכת הבנקאית ומשקי הבית, תיתכן עלייה מסוימת בביקוש לאשראי מחברות המסחר בממסרים דחויים. יחד עם זאת, כלל לא בטוח שסך הביקושים יגדלו משום שלא מן הנמנע כי חלק מהלקוחות בענף יצמצמו ביקושים לאור צפי לירידה בהיקף הפעילות, כל עוד הווירוס מעיב על הפעילות הכלכלית.

כפי שניתן לראות בתרשים 4, שיעור הגידול של תיק האשראי של ארבע החברות הציבוריות הגדולות בענף (רביע מול רביע קודם) מתואם חיובית עם שיעור השינוי של התוצר העסקי (נתונים מקוריים), בהתאם לקשר שתואר לעיל. זאת, כאשר לרוב קצבי הצמיחה של יתרת האשראי משתנים בעוצמה גבוהה יותר מאשר אלה של התוצר העסקי. לפי הערכתנו, נכון למועד כתיבת שורות אלה, התמ"ג העסקי צפוי להתכווץ בשנת 2020 כולה בכ-7%, לכן על רקע הקשר המתואר מעלה ומוצג בתרשים 4 ובהנחה שישמר גם בתקופת המשבר הקיצוני הנוכחי, ניתן להעריך כי יתרת האשראי של החברות הגדולות בענף תתכווץ בסדר גודל של כ-10%-15%.

מסקר הערכת המגמות בעסקים שמבצעת הלמ"ס מדי חודש עולה כי עסקים מענפים שונים הצביעו על עלייה ניכרת בקושי בהשגת אשראי בנקאי בארץ כמגבלה על הפעילות שלהם בחודשיים האחרונים (ראה/י תרשים 5). זאת כפי הנראה בעקבות הערכות במערכת הבנקאית כי חלה עלייה משמעותית בסיכון בעת האחרונה על רקע השלכות הקורונה. יש לציין כי לפי הסקר חלה גם עלייה ניכרת בקושי בהשגת אשראי חוץ בנקאי בעת האחרונה. לפיכך, נוכח הקושי המתגבר בהשגת אשראי ייתכן כי חברות נוספות בסקטור העסקי יפנו לחברות הסוחרות בממסרים דחויים במטרה לזכות באשראי, אם כי, כאמור לעיל, קשה לקבוע מה תהיה ההשפעה נטו בצד הביקוש, משום שסביר להניח כי יהיו גם חברות שיצמצמו ביקוש לאשראי.

להערכתנו לאור אי הודאות הגבוהה, הירידה בחלק ממקורות המימון של החברות בענף המסחר בממסרים דחויים והצהרותיהן של החברות הציבוריות בענף, יחול צמצום משמעותי בהיצע האשראי המצרפי. נוכח הערכה זו, כפי הנראה, העמלות שיגבו החברות בענף יגדלו ותיק האשראי יצטמצם בהשוואה לתקופה שקדמה לקורונה.



הואיל והסיכון הכולל במשק גדל, ובפרט בחברות קטנות ובינוניות הרגישות יותר לזעזועים כלכליים משלל סיבות, מרווח האשראי ברוטו (הכנסות ממימון ביחס ליתרת הלקוחות) של ארבע החברות הציבוריות הגדולות צפוי לעלות. מרווח זה מתואם חיובית עם המרווח בין התשואות של אג"ח חברות צמודות מדד לאג"ח ממשלתיות מקבילות, המשקף את הסיכון והשינוי בהסתברות להתממשות של כשל פירעון בקרב חברות בסקטור העסקי. מתאם זה מתקיים ברמה הגבוהה ביותר עם חברות שדירוגן BBB, כלומר הרף הנמוך של דירוג ההשקעות (ראה/י תרשים 6).

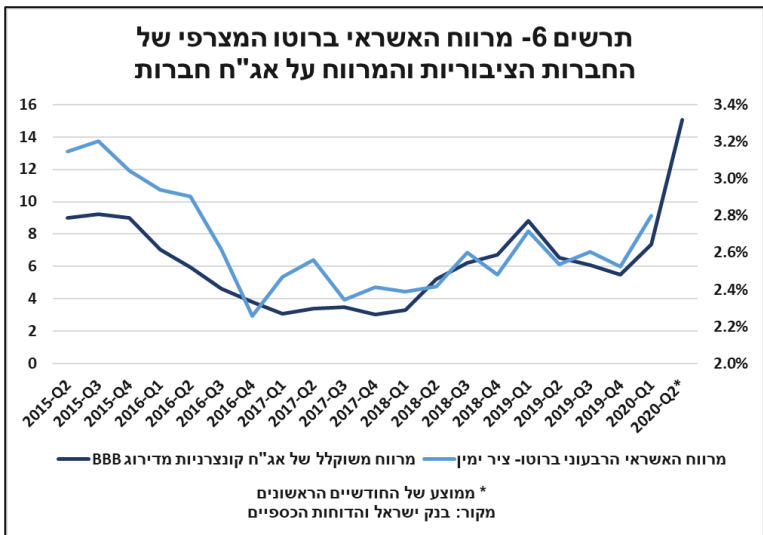
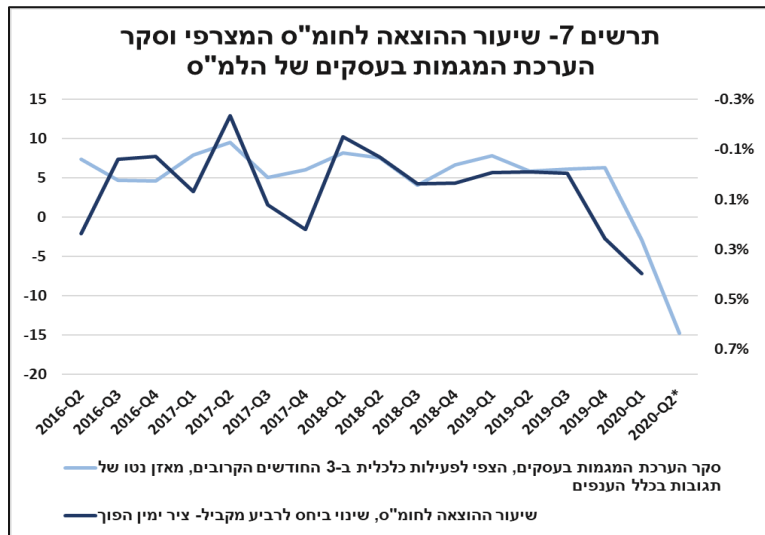
ברביע השני (נתוני אפריל-מאי) המרווח על אג"ח חברות מדירוג BBB עלה משמעותית על רקע החששות מהשלכות הקורונה על פעילותן של החברות ויכולתן לשרת את חובן. מאחר שמרווח זה מתואם עם מרווח האשראי ברוטו המצרפי של החברות בענף הרי שהאחרון צפוי לעלות בחדות ברביע השני של 2020.

שיעור ההוצאה לחומ"ס (הוצאה לחומ"ס ביחס ליתרת הלקוחות) המצרפי של ארבע החברות הציבוריות הגדולות צפוי לעלות גם כן, כאמור לעיל על רקע הצפי לעלייה בקשוי הגבייה הנובעת מהירידה הניכרת בפעילות של חברות במגזר העסקי בחודשי הסגר, כאשר אצל חלקן הפעילות ככל הנראה אף תיוותר נמוכה ביחס לשגרה גם בתקופה הקרובה.

שיעור ההוצאה לחומ"ס המצרפי מתואם שלילית עם התמ"ג העסקי ועם סקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס. הקשר המתקיים בין גורמים אלו נובע מכך שכאשר קצב הצמיחה של הפעילות בסקטור העסקי קטן, כך קצב הצמיחה של ההכנסות של החברות בסקטור העסקי פוחת אף הוא והיקף אירועי חדלות פירעון בקרב החברות גדל. בנוסף, סביר להניח כי כאשר ישנה היחלשות בפעילות העסקית החברות בענף נוטות להפריש יותר לחומ"ס מטעמי זהירות.

הרכיב של ציפיות העסקים בנוגע לפעילות הכלכלית ב-3 החודשים הבאים מסקר הערכת המגמות בעסקים של הלמ"ס משקף בדיוק את אותו הקשר. כאשר הצפי הוא לירידה בפעילות ההכנסות של החברות בסקטור העסקי קטנות וכן הלאה. רכיב זה, ירד משמעותית ברביע השני של 2020 (נתוני אפריל-מאי) והוא מרמז על עלייה חדה יחסית בהוצאה לחומ"ס ברביע השני של 2020 בהשוואה לרביע המקביל אשתקד (ראה/י תרשים 7).

יצוין כי חלק מהחברות הציבוריות בענף כבר דיווחו על עלייה משמעותית בהמחאות שלא נפרעו במועדן בדוחותיהן הכספיים של הרביע הראשון, ביניהן- אופל בלאנס ופנינסולה.



לסיכום, תיק האשראי של החברות בענף צפוי להתכווץ במהלך 2020 בין היתר בשל רצונן להתאים את התיק למצב הנוכחי המתאפיין בחולשה בפעילות במגזר העסקי ועלייה בסיכון.

העלייה בסיכון, המובילה לעלייה בעלויות המימון של החברות הסוחרות במסחרים דחויים, ומצדן תמחור מחדש של הסיכון במגזר העסקי, יתמכו בעלייה במרווח האשראי הברוטו. אולם, שיעור ההוצאה לחומ"ס צפוי לעלות אף הוא.