

איך מסבירים זינוק של 60% במדד תל אביב 125 מתחילת 2023?



בשנתיים וחצי האחרונות אזרחי ישראל חוו מלחמה, מחלוקת סביב רפורמה במערכת המשפט, מחאה אזרחית רחבה וירידה במעמדו המדיני בעולם. לאחרונה, הצטרפה לכך גם מערכה בצאת מול הריבה הגדולה, איראן. במהלך אותה תקופה הנתונים הכלכליים התדרדרו, הגרעון תפח וצמיחת המשק הואטה. למרות זאת – מדדי המניות של תל אביב זינקו והשקל שמר על חוסנו. מה מסביר זאת?

נתוני מקרו עיקריים של המשק הישראלי ב-3 השנים האחרונות

2024	2023	2022	
6.8%	4.2%	1.9%	גרעון ממשלתי כחוז מתנוצר
0.9%	1.8%	6.5%	צמיחת התמ"ג
46.5	27.5	23.4	הוצאות ביטחוניות (מיליארד \$)
69%	61%	61%	יחס חוב / תוצר
דירוג אשראי S&P – A	מינוס (אופק שלילי) AA	מינוס (אופק יציב) AA	

מקור הנתונים בטבלה: tradingeconomics.com

תקופת הכהונה של הממשלה הנוכחית אופיינה ברצף אירועים בלתי רגילים. זה התחיל בינואר 23, ממש עם הקמת הממשלה במהלך המפתיע של הרפורמה המשפטית שהוביל שר המשפטים, יריב לוין. המחלוקת הציבורית סביב הרפורמה המשפטית עוררה דאגה בתעשיית ההיטק המקומית, קטר הצמיחה העיקרי של המשק. לאחר מכן הגיע הטבח הנורא של 7 באוקטובר ומלחמת חרבות ברזל שהגיעה בעקבותיו ונמשכת עד ימים אלו ממש. מלחמה שפגעה הן בכלכלה והן בביטחון האישי של אזרחי ישראל.

נתוני המקרו של המשק הישראלי מציגים בעיקר דעיכה. הגרעון הממשלתי שעמד על 1.9% מהתוצר ב-2022, תקופת ממשלת בנט-לפיד, תפח ל-4.2% ב-2023 ול-6.8% ב-2024. ההוצאה הביטחונית הכפילה את עצמה – מי-23 מיליארד דולר ב-22' ל-46 מיליארד דולר ב-24'. גם יחס החוב לתוצר התדרדר והוא מגיע כעת קרוב ל-70%. וכמובן, דירוג האשראי של המשק הישראלי הופחת במהלך התקופה הזו – בפעם הראשונה מאז שסוכנויות הדירוג החלו לדרג את מדינת ישראל בשנות ה-90'.

נתון נוסף שחשוב להזכיר הוא הריבית שהופחתה פעם אחת בינואר 24' לרמה של 4.5% ומותרה שם מאז. זאת בשונה למשל מהריבית בבוש הירון שהופחתה בתוך שנה 8 פעמים וכעת היא עומדת על 2% בלבד. אחת הסיבות העיקריות לכך היא האינפלציה בישראל שנותרה תקווה ברמות שבין 3% ל-4%, מעל ליעד של בנק ישראל (3%-1%).

והנה, למרות כל אלו, מדדי המניות המרכזיים בבורסה של תל אביב מספרים סיפור אחר. מאז תחילת 2023 ועד 24 ביוני 25' מדד תל אביב 125 טיפס בכ-60%. השקל נסחר כיום מול הדולר סביב רמה של 3.40, שקל לדולר תשואות האג"ח של ממשלת ישראל ל-10 שנים נמצאות כיום סביב רמה של 4.30%, דומה מאוד לתשואות האג"ח של ארה"ב. אלו רמות שלול הקטנו עד עתה על ממשלות ישראל לגייס מיליארדי שקלים שהיא זקוקה להם כדי לממן את המשק המלחמה ואת השיקום שלאחריה.

מניין מגיעה האופטימיות הזו? אך קרה שמדדי המניות הגיבו תשואה כה נאה בתקופה כה מאתגרת? האם המנומה הזו תימשך? כדי לברר זאת מעט יותר לעומק שוחחנו עם **זאב האחלמן, מנהל השקעות באנליסט**.

"כדי להבין מעט יותר מניין הגיעו הביצועים הללו צריך לנתח קצת את ההרכב של מדד ת"א 35", מסביר האחלמן. "ראשית צריך לשים לב למשקל הסקטור הפיננסי במדד – בנקים, חברות ביטוח, ובתי השקעות – שעומד על כ-38%. משקל הבנקים הגדולים לבדם עומד על 30%. אלו חברות שנהנות מהעובדה שהריבית במשק גבוהה יחסית".

"כשהריבית במשק עומדת על 4.5% הבנקים מרוויחים המון כסף רק ממרווח האשראי שעובד לטובתם. הם גוננים 0% ריבית לכספים שהציבור מחזיק בחשבונות העו"ש, ומקבלים על אותו כסף 4.5% מבנק ישראל. זה מרווח שלא היה קיים כמעט כאשר הריבית הייתה נמוכה מאוד בשנים שלפני מפתת הריבית. כתוצאה מכך, וגם ממהלכי התיעלות שהבנקים עברו בשנים האחרונות, הרווחים שלהם זינקו".

הרווחים הגבוהים שינו מאוד את יחסי התמחור של הבנקים ואת הסנטימנט כלפיהם. לאורך שנים ארוכות הם נסחרו עמוק מתחת להון העצמי שלהם. איך זה נראה כעת?

זאב: "מכפילי ההון של הבנקים גבוהים היום בהרבה משהיו בעשור הקודם. הם מתקרבים לרמות השיא שלהם מהעבר. בנק הפועלים נסחר סביב מכפיל הון של 1.25, לאומי סביב 1.3 ומזרחי והבילאומי סביב 1.6. בעבר זה היה הגבול העליון שלהם. אבל כיום, כשהבנקים מייצרים תשואות גבוהות על ההון – סביב 17%-16% בשנה – אלו מכפילים סבירים. כל עוד הריבית נותרת ברמות הללו, הבנקים ימשיכו לייצר רווחים נאים".

מה לגבי חברות הביטוח?

זאב: "שם הסיפור הוא קצת אחר. בענף הביטוח צריך להפריד את הרווחים משוק ההון שמגיעים מניהול קרנות פנסיה, קופות גמל וביטוחי מנהלים ואת פעילות הביטוח הרגילה". "לגבי שוק ההון, חברות הביטוח הבעירו כספים רבים להשקעה בחו"ל. כ-80%-70% מתיק המניות של חברות הביטוח היה בחו"ל. מסיבה זו הן כמעט לא הושפעו מביצועי החסר של הבורסה במהלך 2023. זה נתון חשוב כי הרווחים שלהן בתלום שוק ההון תלויים ברווחים שהן משיגות לעמיתים דרך הפוליסות המשתתפות ברווחים".

"באשר לזרוע הביטוח, הסיפור הוא בעיקר עליית הפרמיות בפוליסות קיימות. כולנו חשנו בזה – מחירי ביטוח הרכב, הרכוש והדירות – כולם התייקרו. בנוסף, בשנתיים של המלחמה היו הרבה פחות נגיבות ופריצות למכוניות ולבתים. התוצאה היא שהרווחים של החברות מתחום הביטוח האלמנטרי גדלו מאוד. רואים זאת היטב דרך הדו"חות של חברות כמו ביטוח ישיר וליבריה שממוקדות בתחום האלמנטרי ואין להן זרוע של ניהול השקעות".

אלו עוד הסברים יש לקפיצה במדדים?

זאב: "עכשיו צריך להסתכל מי מהחברות במדדים הרווחיה ממצב המלחמה. הראשונות הן כמובן החברות הביטחוניות כמו אלביט מערכות, מנועי בית שמש שעוסקת בתחזוקת מנועים וכלי נשק ונקסט ויזן שמתמחה במצלמות לרפנים. המניות שלהן עלו מאז תחילת המלחמה בעשרות אחוזים".

"גם רשתות השיווק הגדולות 'הרוויחו' בדרך מהמלחמה. אנשים נסעו פחות לחו"ל ואת הקניות השאירו בישראל. התופעה הזו השפיעה לטובה אפילו על חברות אופנה מובילות כמו גולף, קסטרו ודלתא מותגים".

אלו חברות נפגעו יותר במלחמה?

זאב: "השפעה לרעה ראינו בעיקר בחברות גדול"ן מניב ממונפות מסוג ג'י.סיטי (לשעבר זית גלב). אלו חברות שריבית גבוהה מזיקה לרווחיות שלהן. השפעה לרעה הייתה גם על חברות נאצלם. הגרעון שלהן שזקוקות להון התחלתי רב שבחלקו מגיע מגיוס חוב. כשגיוסי החוב מתייקרים, הרווחיות שלהן יורדת".

מה קורה עם תעשיית ההייטק? זו תעשייה שהשיח על הרפורמה המשפטית הזיק לה במהלך 2023. חלק מהחברות אפילו שקלו להגר מישראל או לשלוח את מיטב המוחות שלהן לרילוקיישן בחו"ל.

זאב: "כאן המצב מורכב יותר. אצל רוב החברות, בעיקר הגדולות שבהן, לא ראינו השפעה משמעותית. לחלק מהן יש חברות בת בארה"ב ולא מקשרים אותן כל כך עם ישראל. מי שהושפע מזה הן בעיקר חברות קטנות שזקוקות לגיוסי הון תכופים. לחברות הגדולות יש מספיק עודפי הון ופחות תלות בכך".

"בכל מקרה, רוב ההשפעה על ענף ההייטק מגיעה ממגמות בחו"ל. חברות כמו טאואר, נובה וקמטק מושפעות משוק השבבים בחו"ל. הביצועים העסקיים שלהן ב-2025 פחות טובים כי ישנה האטה מסוימת בכל ענף השבבים העולמי".

"ישנן עדוין משפעות עקיפות על ענף ההייטק הישראלי. ראינו למשל שספרד החליטה באחרונה לזרז את עסקה עם רפ"ל. ראינו שפרקן ההון חזר ממשלתו נורבגיה מכרה מניות של בנקים בישראל. אם המגמה הזו תימשך ויהיה סוג של חרם על עסקים בישראל בחר שתהיה לכך השפעה גם על שוק ההון המקומי".

מה מכל ההשפעות הללו אפשר לייחס לטווח הארוך ומה לטווח הקצר?

זאב: "אני חושב שהביקוש שרואה היום תעשיית הנשק הישראלי יישאר כאן לכמה שנים. זו תופעה ארוכת טווח מאחר ואירופה חייבת להגביר את ההצטיידות שלה לאור נטיות הבדלנות של הממשל האמריקאי".

"העלויות שרשמו המניות הביטחוניות לאחר תחילת המלחמה בעזה ובהמשך באיראן נראות גבוהות. יש כעת צפי לפידול בהזמנות ממערכת הביטחון בישראל וגידול בהזמנות מחו"ל לאור תצוגות ההכחלת והעלמות".

"גם אצל הבנקים מדובר בתהליך ארוך טווח. הריבית לא עומדת לזרזת בקרוב, ותהליכי ההתייעלות אצלם עדיין נמשכים. הבנקים הציגו לאחרונה יעדי צמיחת אשראי ורווח נאים שלשנים הבאות, המשקללים בין היתר ירידת ריבית ומשקיעים את הערכתם לחזוקת של המשק. במילים אחרות, גם אם הריבית תרד, הבנקים ימשיכו לייצר רווחים נאים ויצידיק את התמחור הנוכחי".

"בענף הקמעונאות מדובר בהשפעה רק לטווח קצר. בסופו של דבר השמייים כאן ייפתחו ואנשים יחזרו לטוס לחו"ל".

"חשוב לזכור שב-2023 שוק המניות הישראלי פיגר משמעותית אחרי העולם. מחירי המניות כאן הפכו למאוד אטרקטיביים בהשוואה לעולם ונוצרה הזדמנות השקעה לטווח ארוך".

"לקראת סוף 2024 התחלנו לראות הטטה של כסף מושקעים מוסדיים מחו"ל לישראל. זה גם מה שחזק את השקל מול הדולר וגרם לביקוש למניות בתל אביב".

מה אנחנו רואים כיום דרך השמשה הקדמית של הרכב? אילו מגמות עשויות להתפתח מכאן והלאה?

זאב: "אם הבנקים ימשיכו להניב תשואות כאלו גבוהות על ההון אין סיבה שהם לא ייסחרו סביב מכפילי הון של 1.6-1.7 גם בעתיד הנראה לעין. הבילאומי ומזרחי שמרואים רווחיות גבוהה יותר יכולים אפילו להיסחר סביב מכפילי הון גבוהים מאוד".

"גם הרווחיות של חברות האמורה להפחית להישאר ברמות הנוכחיות. המחיר אמנם התייקר, אך גם התוצאות שפורסמו, בחסות הביטוח המלחמתי החדשה שבזכות הרווחיות והתשואה להון עלתה משמעותית. באופן כללי החברות נהנות מצמיחה לאורך שנים בהיקף נכסים מנוהל ובפרמיות שגובות. הן רשמו בשנים האחרונות שיפור ביחסים הפיננסיים שלהן, דבר התומך בהמשך חלוקת דיבידנדים".

"כמו כן, מקטק, הפניקס רכשה את נמא וסוכנויות. ייתכן שבמשך נראה רכישה של חברת כרטיסי אשראי כמו, שיש גם צד שני. אם לאחר האירוע הזה יהיה ברור שהאיום האירני נגמר – אזי אנחנו עומדים בפני מציאות חדשה במזרח התיכון. ייתכן שהסכמי אברהם יורחבו למדינות נוספות. ייתכן שנראה נורמליזציה עם סודיה שהמנהיגים שלה מן הסתם שמחים על כך שהחלשות את הציר השני שמשמיע עליהם".

"העמשה במהלך שנים לצד של האפסיד יש הרבה משקל, זו כנראה הסיבה שהבורסה כאן גילתה אולימט וגם הורחקה ממצע 'עם כלביא'. עכשיו רק נשאר לראות איזה מבין התחשישים העתידיים אכן יתממש לבסוף".

במבט לעתיד האם אתה אופטימי או פסימי?

זאב: "אם נסתכל רק על הנתונים הכלכליים אפשר לומר שראינו עד כמה המשק הישראלי הוא חזק. בסוף יש כאן 10 מיליון איש שברובם קמים בבוקר והולכים לעבודה".

"המשק הישראלי הראה חוסן רב בשנים האחרונות. הוא עבר את הקורונה ויצא ממנה מחוזק. הוא עבר את המלחמה הארוכה בהפחיתות המדינה ויצא ממנה במצב סביר. מאמציי השיקום שיתחילו בקרוב יספקו מנוע צמיחה רב בעולמ למשק".

"הבעיה המרכזית כרגע היא מעמדו המדיני. אם מדינות אירופה הגדולות יחליטו לא לעשות עסקים עם ישראל או להטיל עליו סנקציות – אנחנו בבעיה. אם יהיה צונאמי מדיני זה יהיה גם אירוע כלכלי משמעותי. כרגע אנחנו עדיין לא שם. בשלב זה רק קיבלנו כרטיס צהוב. זה עוד לא אדום".

איך אתם מתייחסים לאירוע שהחל בין ישראל ואיראן? ולהפסקת האש השבירית שהושגה בינתיים?

זאב: "ונכון ליום ג', 24 ביוני, סימני השאלה עדיין קיימים. אנשים בשוק תוהים: האם זה אכן 'האירוע העצום' שכל כך חיכו לו מול אירך?"

"העיומות מול איראן עדיין יכול להסב לנו נזקים. למשל, דרך לחצים אינפלציוניים. אם האירנים יחליטו לשבש מעשיהו את התנועה במיצרי הפרס ומזרחי הנפט יזנק זה יישפע על לחצי אינפלציה בכל העולם וגם עלינו. אבל לחצי האינפלציה הפנימיים חזקים יותר חזקים כנראה בגלל אפקט סגירת השמייים שיגרמו להתייקרות היבוא. וייתכן גם נזקים אחרים".

"אבל יש גם צד שני. אם לאחר האירוע הזה יהיה ברור שהאיום האירני נגמר – אזי אנחנו עומדים בפני מציאות חדשה במזרח התיכון. ייתכן שהסכמי אברהם יורחבו למדינות נוספות. ייתכן שנראה נורמליזציה עם סודיה שהמנהיגים שלה מן הסתם שמחים על כך שהחלשות את הציר השני שמשמיע עליהם".

"העמשה במהלך שנים לצד של האפסיד יש הרבה משקל, זו כנראה הסיבה שהבורסה כאן גילתה אולימט וגם הורחקה ממצע 'עם כלביא'. עכשיו רק נשאר לראות איזה מבין התחשישים העתידיים אכן יתממש לבסוף".

חינוך פיננסי | תזרים

מהו תזרים מזומנים – ולמה הוא חשוב למשקיעים?

תזרים מזומנים הוא דו"ח פיננסי מרכזי, המציג את תנועת המזומנים והמקורות הכספיים של החברה לאורך תקופה מסוימת – כלומר, מה נכנס ומה יצא ממקורות החברה.

התזרים מחולק לשלושה רכיבים עיקריים:

1. תזרים מזומנים מפעילות הפעילות העסקית המרכזית של החברה, כמו הכנסות ממכירות ותשלומים לקופות.

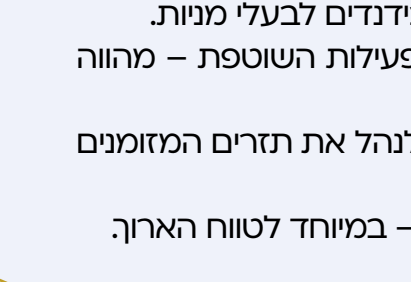
2. תזרים מפעילות השקעה – כולל השקעות ברכוש קבוע, במיזמים או בנירות ערך.

3. תזרים מפעילות מימון – מציג גיוסי הון או חוב, תשלומי הלוואות ודיבידנדים לבעלי מניות.

עבור משקיעים ואנליסטים, תזרים מזומנים – ובעיקר התזרים מהפעילות השוטפת – מהווה כלי מרכזי להערכת הציבות הפיננסית של החברה.

גם חברה רווחית על היטיר עלולה להיזקק לקשיים אם היא לא יודעת לנהל את תזרים המזומנים שלה באופן נכון.

לכן, ניתוח תזרים מזומנים הוא מרכיב חיוני בקבלת החלטות השקעה – במיוחד לטווח הארוך.



המידע שמופיע לעיל הינו מידע תמציתי בלבד ואין בו כדי למצות או להוות תחליף להוראות הדיון, רשות מוסמכת או נהלי החברה, כפי שהיו מעוד לעת. המאמור לעיל כולל הערות, אומדנים ו/או תחזיות ומידע אחר המתייחסים לאירועים ו/או לעניינים שהתממשו, שהתממשו אינה ודאית והיונם מידע צופה פני עתיד, כנהגדרתו בחוק ניירות ערך תשנ"ח – 1968. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שמוש בו יצרו עבורו רווחים.

אין באמור משיש – התחייבות להשגת תשואה כלשהי. אין בתשואות העבר כדי להצביע על תשואות העתיד

מסמך זה הוקן על ידי אנליסט אי.אם.אס שירות ניהול השקעות בע"מ (להלן: "אנליסט"). בהסמכת על מידע שנאסף ו/או על מידע זמין לצורך ממקורות שונים. אנליסט מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערות, אומדנים ו/או תחזיות. האמור במסמך זה הינו להערכת אנליסט ואין לראות בהם מידע המובא בו כעובדה או המלצה. אנליסט ואנו מי מהחברות הבנות שלה קבלת אישור מראש ובכתב. בע"מ אנליסט ניהול תיקי השקעות בע"מ ו/או חברה הקשורה למי מהן (להלן: "חברות קבוצת אנליסט"), במישרין ו/או בעקיפין, וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות נזק ישיר ו/או עקיף, שנגרם למי מעתה ואילך, לרבות להפיצו להעתיק, ללא קבלת אישור מראש ובכתב. חלקו וכן ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי משרה או תעודים בהם, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למנבולות הדיון, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים הנזכרים במסמך ו/ון עשויות להחזיק בני"ע המסוקרים במסמך זה. מסמך זה אינו מהווה תחליף ליעוץ אישי המתחשב במנותני ובצרכיו המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ או יועצת לפני ביצוע עסקה במסמך או להטיל עליו סנקציות. אין עשיית המסמך חוק הנתנת הפרטיות, תשמ"א. 1981. – אנליסט (700042232) ו/או אנליסט קופות גמל בע"מ (700064857, 700064856, 1092873) ו/או אנליסט ניהול תיקי השקעות בע"מ (214054) ובהתאם להוראות חוק הגנת הפרטיות, תשמ"א. 1981. – אנליסט אי.אם.אס שירות ניהול השקעות בע"מ. ממדל אלובר, שדרות רוטשילד 46, תנ"א 6688312, טל. 6688312.

נשמח לעמוד לשירותכם!

***6646**

gemelnews@analyst.co.il

אנליסט ANALYST

ניהול השקעות מאז 1985