Maalot
S&P Global Ratings

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

29 בינואר, 2019

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

נועה פוקס, פרנקפורט, 49-69-33999110 noa.fux@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

איתי רפל, רמת גן, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

Sabine Daehn, פרנקפורט, 49-69-33999244 sabine.daehn@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
נזילות 4
תחזית הדירוג 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
מאמרים נוספים 6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- אנו סבורים כי הסכם הניהול שנחתם בין עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ ("עמידר") לבין מדינת ישראל, בעלת השליטה העיקרית בה (99.99%), ייצב את בסיס ההכנסות של עמידר, בעיקר במגזר הדיור הציבורי שיקבל מימון גבוה יותר להוצאות תחזוקה.
- עמידר סיימה ב-2018 את רכישת רוב הדירות על בסיס הסכם גיוס החוב עם מדינת ישראל.
- למרות צבירות החוב ומרווחים נמוכים יחסית, אנו צופים כי עמידר תשמור על פרופיל דירוג חזק, שכולל יסודות כלכליים חזקים ונזילות חזקה מאד, שנגזרים בין היתר ממדיניות פיננסית שמרנית.
- לפיכך, אנו מאשררים את דירוג המנפיק 'ilAAA' של עמידר.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי עמידר תמשיך ליהנות מזרם הכנסות יציב דרך הסכמי התפעול שלה, וכי הסכם גיוס החוב מול המדינה ימתן את המינוף הגבוה כתוצאה מהנפקת האג"ח שביצעה.

פעולת הדירוג

ב-29 בינואר, 2019, אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק של עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ, 'ilAAA'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג האשראי של עמידר נתמך בפרופיל עסקי חזק, המשקף יסודות כלכליים יציבים בשל גידול האוכלוסייה המהיר ומיצוב החברה בשוק, כחברת הניהול הגדולה לנכסי הדיור הציבורי של מדינת ישראל. אנו סבורים שהפרופיל הפיננסי של עמידר חזק, בהתבסס על הנזילות האיתנה והמדיניות הפיננסית השמרנית, על אף מרווח תפעולי נמוך והגידול במינוף.

אנו סבורים כי ענף הדיור הציבורי, בו פועלת עמידר, מאופיין בסיכון נמוך בשל מחזוריות נמוכה, ביקוש גבוה ופיקוח הדוק של הממשלה באמצעות משרדי הבינוי והשיכון והאוצר. במסגרת המנדט העיקרי שלה, עמידר מנהלת את מרבית נכסי הדיור הציבורי שבבעלות מדינת ישראל, בעלת השליטה בחברה והלקוח הגדול ביותר שלה. עמידר מקבלת תשלום קבוע בגין יחידות הדיור שהיא מנהלת לפי הסכמים מתחדשים לטווח בינוני עם המדינה, שהאחרון בהם נכנס לתוקף בתחילת 2018 ותקף לחמש שנים. עמידר נהנית גם מביקוש חזק בזכות שכר הדירה הנמוך שקבעה הממשלה, ביקוש שמשתקף גם בשיעורי תפוסה גבוהים בנכסים שהיא מנהלת.

אנו רואים את המודל העסקי של עמידר כיציב, אך מביאים בחשבון את השפעתה המוגבלת על איכות הנכסים, שכן מרבית היחידות המנוהלות לא נמצאות בבעלותה או רשומות בדוחותיה הכספיים, דבר שאנו רואים כחולשה יחסית.

כמו כן, אנו מציינים את השחיקה ההדרגתית במלאי יחידות הדיור המיועדות לדיור ציבורי בישראל, בין השאר בשל מדיניות הממשלה לאפשר לדיירים זכאים לרכוש את דירותיהם מהמדינה. בנוסף למנדט שאפשר לעמידר להנפיק ב-2018 אג"ח בהיקף של 1 מיליארד ₪ לרכישת דירות, נשקלות כיום, להבנתנו, מספר הצעות נוספות להגדלת מלאי הדיור הציבורי. בדצמבר 2018 חתמה עמידר על נספח להסכם הניהול עם המדינה, שקובע כי החברה עשויה לקבל עד 1 מיליארד ₪ נוספים מהמדינה לרכישת דירות למלאי הדיור הציבורי. ככל שמהלך זה ייושם, אנו סבורים כי הוא עשוי למתן עוד את הירידה במלאי.

מבחינה פיננסית אנו צופים כי שיעור ה-EBITDA של עמידר ייוותר באופן מבני מתחת ל-10%, נתון שאנו רואים כחולשה יחסית לדירוג. אנו צופים כי הסכם הניהול ישפר את בסיס ההכנסות של עמידר ממגזר הדיור הציבורי, יאפשר כיסוי טוב יותר של הוצאות תחזוקה ויקטין את התלות בהכנסה וברווחיות ממגזרי פעילות אחרים, הכוללים, בין השאר, ניהול נכסים ומתן שירותים לרשות הפיתוח ופיקוח על יזמים פרטיים המתפעלים נכסים של משרד העלייה והקליטה. אנו מעריכים כי ההכנסה ממגזרים אלו תהיה יציבה יחסית בטווח התחזית שלנו, כפי שנרשם בשנים האחרונות.

המינוף של עמידר עלה משמעותית ב-2018, בעקבות הנפקת החוב, ואנו צופים שיחס החוב ל-EBITDA יגיע ב-2020 למעט מעל 20x, יחס גבוה מאד בהשוואה לחברות הפועלות בענף זה בעולם. עם זאת, אנו סבורים כי המינוף הגבוה נושא סיכון נמוך בשל העובדה שמדינת ישראל נושאת בתשלומי הקרן של איגרות החוב. בנוסף, להבנתנו החברה הקצתה מכספי ההנפקה את תשלומי הריבית העתידיים לחשבון ייעודי שייפתח אחת לחצי שנה לטובת תשלום הריבית למחזיקי האג"ח.

אנו סבורים גם שהמדיניות הפיננסית של עמידר שקולה, כפי שמשתקף בניהול הנזילות והחוב. יתרות הנזילות של החברה מנוהלות לפי כללים פנימיים שאישרה ועדת הכספים וההשקעות של החברה, והשמירה על רמת מזומנים זמינה מספקת מפחיתה לדעתנו תלות בעיתוי התקבולים. נציין לחיוב גם את הסכם הגיוס הנוכחי התומך בהחזר החוב.

בהתאם למתודולוגיה שלנו לדירוג חברות עם זיקה ממשלתית, אנו מעריכים כי קיימת סבירות 'גבוהה מאד' שעמידר תזכה לתמיכה ממשלתית יוצאת דופן מספקת ובזמן אם תזדקק לה. הערכתנו מבוססת על:

- חשיבותה של עמידר למדינה, בהתבסס על תפקידה העיקרי כמנהלת נכסי הדיור הציבורי עבור האוכלוסייה הנזקקת בישראל, שאנו רואים כיעד חברתי מרכזי.
- קשר חזק מאד של עמידר למדינת ישראל, בעלת השליטה בחברה. לפי החלטת ממשלה מוגדרת עמידר כזרוע ביצוע של הממשלה, ואנו סבורים כי המדינה מנטרת בקפידה את פעילותה של עמידר, מבחינה

אסטרטגית ופיננסית. הערכתנו נתמכת גם בהתחייבות המדינה לשאת בתשלומי הקרן למחזיקי האג"ח שהנפיקה עמידר, בהתאם לתנאים המוגדרים בהסכם בין החברה למדינה.

נזילות

אנו רואים את עמדת הנזילות של עמידר כחזקה מאד, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעמוד על כ-2.8x ב-12 החודשים הקרובים. במקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-1 בינואר, 2019, כללנו מזומנים והשקעות לטווח קצר של כ-450 מיליון ₪, יתרת תקבולים מהנפקת האג"ח של כ-565 מיליון ₪, לרבות הקרן השמורה לפירעון הקרן והחשבון המיועד לתשלומי הריבית, תקבולים מהממשלה בגין פירעון תשלום קרן לבעלי האג"ח של כ-100 מיליון ₪ ו-EBITDA של כ-34 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים העיקריים של החברה כוללים בעיקר רכישת דירות והוצאות אחרות במזומן בהיקף של כ-280 מיליון ₪, תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-113 מיליון ₪ והשקעות הוניות בהיקף של כ-20 מיליון ₪.

אנו מעריכים כי עמידר נהנית מגישה מספקת לנזילות חיצונית. גיוס החוב היחידי של החברה בשוק ההון, ב-2018, היה מוצלח, ואנו סבורים כי היא תהיה בעמדה נוחה ליטול חוב נוסף במידת הצורך.

Amidar The National Company For Housing In Israel Ltd. - Financial Indicators

Indicator	2017a	2018e	2019bc	2020bc	2021bc
Number of units owned or managed	49,281	48,480	47,680	46,880	46,080
Vacancy rates (% of rent net of identifiable service charge)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Arrears (% of rent net of identifiable service charge)*	5.0	3.0	5.0	5.0	5.0
Revenue	395.5	451.5	510.8	508.8	506.7
Share of revenue from nontraditional activities (%)	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
EBITDA†	27	34	34	34	35
EBITDA/revenue (%)	6.8	7.6	6.7	6.8	6.8
Interest expense (Mil ILS)	0	7	13	12	10
Debt/EBITDA (x)	0.0	27.6	25.0	21.8	18.7
EBITDA/interest coverage (x)	N.A.	5.0	2.6	3.0	3.4
Capital expense (Mil ILS)	17	10	500	300	200
Debt (Mil ILS)	0	950	850	750	650
Housing properties (according to balance sheet valuation) (Mil ILS)	212	207	N.A.	N.A.	N.A.
Loan to value of properties (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Cash and liquid assets (Mil ILS)	422	1,013	N.A.	N.A.	N.A.

*Derived from current collection rate. †Adjusted for revaluation gains. a--Actual. e--Estimate. bc--Base case reflects S&P Global Ratings' expectations of the most likely scenario. N.A.--Not available.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי עמידר תמשיך ליהנות מהקשר שלה עם הממשלה, באמצעות הבטחת בסיס הכנסות יציב דרך הסכמי התפעול שלה, וכי הסכם גיוס החוב מול המדינה ימתן את המינוף הגבוה כתוצאה מהנפקת האג"ח שביצעה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נסבור כי מעמדה של עמידר כגוף העיקרי המנהל את מלאי הדיור החברתי של המדינה ייחלש, או אם נעריך כי הממשלה החלישה את מעורבותה בפעילות החברה ואת שליטתה בה. שינויים אלו עשויים לגרום להיחלשות היחסים הפיננסיים של החברה, כגון פרופיל הנזילות, או להיחלשות של תוצאותיה הפיננסיות, או לנבוע מהן. תרחיש זה אינו סביר בשלב זה, להערכתנו.

Amidar The National Company For Housing In Israel Ltd. – Rating Score Snapshot	
Industry risk	2
Economic fundamentals and market dependencies	3
Strategy and management	3
Asset quality and operational performance	3
Enterprise profile	3
Financial performance	6
Debt profile	2
Liquidity	2
Financial policies	2
Financial profile	3

S&P Global Ratings' analysis of social housing providers' creditworthiness rests on our scoring of eight key rating factors: (i) industry risk; (ii) economic fundamentals and market dependencies; (iii) strategy and management; (iv) asset quality; (v) financial performance; (vi) debt profile; (vii) liquidity; and (viii) financial policies. Each of the factors is assessed on a continuum spanning from 1 (strongest) to 6 (weakest). S&P Global Ratings' "Methodology For Rating Public And Nonprofit Social Housing Providers," published Dec. 17, 2014, and "Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions," published March 25, 2015, detail how we derive and combine the scores, and then determine each social housing provider's stand-alone credit profile and the issuer credit rating. In accordance with S&P Global Ratings'public and nonprofit social housing providers methodology, a change in score does not in all cases lead to a change in the rating, nor is a change in the rating necessarily predicated on changes in one or more of the scores. In determining the final rating, the committee can make use of the flexibility afforded by paragraphs 12-17 of "Methodology For Rating Public And Nonprofit Social Housing Providers".

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה: דירוג עצמאי (SACP) - אחד ממרכיבי הדירוג, 1 באוקטובר, 2010
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות ציבוריות וחברות ללא מטרות רווח בתחום הדיור הציבורי, 17 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות ממשלתיות, 25 במרץ, 2015
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 3 באוגוסט, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-29 בינואר, 2019)	
עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAAA\Stable
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה א	ilAAA
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
פברואר 21, 2018	ilAAA\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	15:26 29/01/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:26 29/01/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.