Maalot
S&P Global Ratings

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

3 בפברואר, 2020

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 4
התרחיש השלילי 4
נתונים עיקריים 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
מאמרים נוספים 6
רשימת דירוגים 6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- אנו סבורים כי עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ ("עמידר") נהנית מקשר קרוב למדינת ישראל, בעלת השליטה בה (99.99%).
- למרות שיפור קל בשיעור ה-EBITDA, שנובע בחלקו מהסכם הניהול שחתמה עמידר עם המדינה ב-2017, אנו סבורים כי הוא יישאר נמוך באופן מבני.
- תרחיש הבסיס שלנו צופה כי עמידר תפחית באופן הדרגתי את המינוף הגבוה שרשמה אחרי הנפקת החוב שביצעה בתחילת 2018, שמטרתה הייתה להגדיל את מלאי הדירות המיועדות לדיור ציבורי של המדינה.
- 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 מנגנון תשלום החוב לפי ההסכם עם המדינה ימתן את המינוף הגבוה שנבע מהנפקת האג"ח.

פעולת הדירוג

ב-3 בפברואר, 2020, 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 המצוינת והמדיניות הפיננסית השמרנית, על אף מרווח תפעולי נמוך והעלייה 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. למיטב הבנתנו לחוסר הוודאות הפוליטי ברמה הלאומית היה השפעה מוגבלת על עמידר, וההעברות הממשלתיות לפעילות השוטפת ולהחזרי החוב התבצעו בזמן.

עמידר נהנית גם מביקוש חזק בזכות שכר הדירה הנמוך שקבעה הממשלה, ביקוש שמשתקף בשיעורי תפוסה גבוהים בנכסים שהיא מנהלת. בעוד שאנו רואים את המודל העסקי של עמידר כיציב, אנו מביאים בחשבון את השפעתה המוגבלת על איכות הנכסים, הן כיוון שמרבית היחידות המנוהלות לא נמצאות בבעלותה או רשומות בדוחותיה הכספיים, והן כי היא לא המגדירה את רמת התחזוקה שלהן, 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 במסגרת תקציבית מהמדינה לרכישת דירות למלאי הדיור הציבורי. בשנים הקרובות צפויה עמידר להתחיל לבצע פרויקטים של התחדשות עירונית או חיזוק מבנים בחלק מהבניינים שהיא מנהלת, מהלך שעשוי לחזק את איכות הנכסים ולהגדיל את מספר יחידות הדיור לדיור הציבורי, כתלות באסטרטגיה של הממשלה. עם זאת, בטווח התחזית שלנו אנו צופים שהיקפם של פרויקטים אלה יהיה מוגבל, ולכן תהיה להם השפעה מוגבלת על הנתונים הפיננסיים של החברה.

מבחינה פיננסית אנו צופים כי שיעור ה-EBITDA של עמידר ייוותר באופן מבני מתחת ל-10% מההכנסות, 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 שהייתה בשנים האחרונות. לחישוב ה-EBITDA הוספנו גם את ההוצאות הצפויות עבור חכירה תפעולית, כיוון שאנו סבורים שהן הוצאות תפעוליות מטבען.

בעוד שכמה מההצעות להגדיל את מלאי הדירות לדיור הציבורי כוללות הנפקת חוב נוספת, אנו סבורים כי התנאים המקדימים למהלך כזה אינם צפויים להבשיל בטווח התחזית שלנו. לכן, אנו צופים כי יחס החוב ל-EBITDA יפחת בהדרגה מהרמה הגבוהה שנרשמה ב-2018 לאחר הנפקת איגרות החוב של החברה. עם זאת, כיוון שהדירות שנרכשו מכספי ההנפקה לא נרשמו במאזן החברה, רמת החוב גבוהה בהשוואה לשווי הדירות במאזן. אולם אנו סבורים כי המינוף הגבוה נושא סיכון נמוך היות שמדינת ישראל משלמת את תשלומי הקרן של איגרות החוב, ושלהבנתנו החברה הקצתה מכספי ההנפקה את תשלומי הריבית העתידיים לחשבון ייעודי שנפתח אחת לחצי שנה לטובת התשלום.

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 מנגנון תשלום החוב של איגרות 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 כמצוינת, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 3x ב-12 החודשים הקרובים, גבוה לעומת הערכתנו הקודמת. במקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-30 בספטמבר, 2019, כללנו מזומנים והשקעות לטווח קצר של כ-250 מיליון ₪, יתרת תקבולים מהנפקת האג"ח של כ-247 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-39 מיליון ₪. בנוסף היו לחברה ב-30 בספטמבר, 2019, השקעות בנכסים פיננסיים מיועדים של כ-160 מיליון ₪ שלמיטב הבנתנו זמינים לכיסוי השימושים במידת הצורך.

ההנחות שלנו לגבי השימושים העיקריים של החברה כוללים בעיקר הוצאות הוניות והוצאות אחרות במזומן בהיקף של כ-126 מיליון ₪, לרבות השקעות בפרויקטים, הוצאות מקרן האחזקה לשיפור מבנים ותשלום עבור דירות חדשות שעדיין בשלבי בנייה, ותשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-112 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.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי עמידר תמשיך ליהנות מזרם הכנסות יציב דרך הסכמי התפעול שלה, וכי מנגנון תשלום החוב לפי ההסכם עם המדינה ימתן את המינוף הגבוה שנבע מהנפקת האג"ח.

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 הפרופיל הפיננסי של החברה, כולל פרופיל הנזילות, המדיניות הפיננסית או התוצאות הפיננסיות, או לנבוע ממנה.

נתונים עיקריים

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

Indicator	2017a	2018a	2019e	2020bc	2021bc
Number of units owned or managed	49,281	48,258	47,458	46,658	45,858
Revenue	395.5	478.7	470.8	465.5	466.8
Share of revenue from nontraditional activities (%)	27	25	25	25	25
EBITDA†	27	40	38	40	42
EBITDA/revenue (%)	6.8	8.4	8.1	8.7	9.0
Capital expense*	10	495	348	101	14
Debt	0	943	843	743	643
Debt/EBITDA (x)	0.0	23.5	22.0	18.4	15.4
Interest expense	0	8	13	12	11
EBITDA/interest coverage (x)	N.A.	5.1	2.9	3.3	3.9
Cash and liquid assets	422	980	N.A.	N.A.	N.A.

†Adjusted for revaluation gains and inclusion of operating leases for forecast years. *Incl. purchase of apartments from issue related funds. a--Actual. e--Estimate. bc--Base case reflects S&P Global Ratings' expectations of the most likely scenario. N.A.--Not available.

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	1
Financial policies	2
Financial profile	3

S&P Global Ratings bases its ratings on non-profit social housing providers on the eight main rating factors listed in the table above. S&P Global Ratings' "Methodology For Rating Public And Nonprofit Social Housing Providers," published on Dec. 17, 2014, summarizes how the eight factors are combined to derive each social housing provider's stand-alone credit profile and issuer credit rating. For social housing providers generating more than a third of its consolidated revenues from open market sales, we also refer to the "Key Credit Factors For The Homebuilder And Real Estate Developer Industry."

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, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 31 בינואר, 2020

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-3 בפברואר, 2020)	
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	12:33 03/02/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:33 03/02/2020
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.