Maalot
S&P Global Ratings

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

.....

11 בפברואר, 2021

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAAA', תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

יותם כהן, רמת גן, yotam.cohen@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

נועה פוקס, לונדון, noa.fux@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים לדירוג 2
נזילות 4
תחזית הדירוג 5
התרחיש השלילי 5
נתונים עיקריים 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
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 (AA-/Stable/A-1+), בעלת השליטה בה (99.99%).
- מגפת הקורונה שחקה את ה-EBITDA של החברה באופן מתון בלבד, בעיקר משום שעמידר לא הצליחה לעמוד ביעד השנתי למכירת הדירות השייכות לרשות לפיתוח. יחד עם זאת, אנו צופים כי ה-EBITDA ישוב לעלות במקביל להתאוששות הכלכלית במשק.
- בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי עמידר תפחית בהדרגה את נטל החוב שלה, שעלה לאחר שהנפיקה איגרות חוב בתחילת 2018 במטרה להגדיל את מלאי הדירות המיועדות לדיור ציבורי.
- לפיכך, אנו מאשררים את דירוג המנפיק 'ilAAA' של עמידר.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי עמידר תמשיך ליהנות מזרם הכנסות יציב מהממשלה דרך הסכמי התפעול שלה, שיוביל להורדת המינוף הגבוה כתוצאה מהנפקת איגרות החוב.

פעולת הדירוג

ב-11 בפברואר, 2021, אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק של עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ, 'ilAAA'. תחזית הדירוג יציבה. כמו כן אשררה S&P מעלות את דירוג איגרות החוב של החברה, 'ilAAA'.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג האשראי של עמידר נתמך ביסודות כלכליים יציבים של מדינת ישראל, בגידול המהיר באוכלוסייה ובמיצוב החברה בשוק כחברת הניהול הגדולה לנכסי הדיור הציבורי של המדינה. אנו סבורים שהפרופיל הפיננסי של עמידר חזק, בהתבסס על הנזילות המצוינת והמדיניות הפיננסית השמרנית, למרות מרווח תפעולי נמוך ומינוף גבוה יחסית.

אנו סבורים כי ענף הדיור הציבורי בו פועלת עמידר, מאופיין בסיכון נמוך בשל אופיו הא-מחזורי, הביקוש הגבוה והפיקוח ההדוק של הממשלה באמצעות משרדי הבינוי והשיכון והאוצר. במסגרת המנדט העיקרי שלה, עמידר מנהלת את נכסי הדיור הציבורי שבבעלות מדינת ישראל, שהיא בעלת השליטה בחברה והלקוח הגדול ביותר שלה. עמידר מקבלת תשלום קבוע בגין יחידות הדיור שהיא מנהלת לפי הסכמי תפעול מתחדשים לטווח בינוני עם המדינה, שהאחרון בהם נכנס לתוקף בתחילת 2018 ותקף לחמש שנים.

הסכם התפעול האחרון שנחתם עם המדינה מגדיל את בסיס ההכנסות של עמידר ממגזר הדיור הציבורי, מה שמאפשר כיסוי טוב יותר של הוצאות תחזוקה ומקטין את התלות ברווחיות ממגזרי פעילות אחרים, דבר שאנו רואים כחוזקה יחסית. מגזרי הפעילות האחרים כוללים, בין השאר, ניהול נכסים ומתן שירותים לרשות הפיתוח, פיקוח על יזמים פרטיים המתפעלים נכסים של משרד העלייה והקליטה וניהול הוסטלים ובתי אבות לדיור מוגן. עמידר מחדשת בעקביות את החוזים עם הגורמים הללו, ולכן אנו מעריכים כי ההכנסה ממגזרים אלו תהיה יציבה יחסית בטווח התחזית שלנו, כפי שהייתה בשנים האחרונות.

למיטב הבנתנו, אי הוודאות הפוליטית ברמה הלאומית, והיעדר תקציב מאושר לשנים 2020-2021, משפיעים באופן מוגבל בלבד על עמידר, מאחר שההעברות הממשלתיות לפעילות השוטפת ולהחזרי החוב מתבצעות בזמן. אולם מגפת הקורונה והשלכותיה הכלכליות הובילו הן לקיצוצים בחלק מתקציבי התחזוקה שמעבירה הממשלה והן לירידה במספר הדירות של הרשות לפיתוח שעמידר מכרה, מה שהביא לירידה בהכנסות החברה. עם זאת, אנו סבורים כי עמידר תשפר בהדרגה את רווחיותה בשנים הקרובות ועד שנת 2022 תחצה את רמות ה-EBITDA של שנת 2019, הודות להמשך הזרמת תקציבי התחזוקה ולעלייה הצפויה במספר הדירות הנמכרות, כפועל יוצא של ההתאוששות הכלכלית הצפויה. הוצאות ההון גם הן פחתו בשנת 2020, בין היתר בשל ירידה ברכישת דירות חדשות.

עמידר נהנית מביקוש יציב לשירותיה, המתבטא בשיעורי תפוסה גבוהים בנכסים שהיא מנהלת, הודות לשכר הדירה הנמוך שקבעה הממשלה ביחס למחיר הנהוג בשוק, וכתוצאה מירידה ההדרגתית של מלאי יחידות הדיור המיועדות לדיור ציבורי בישראל. ירידה זו נובעת בין השאר ממדיניות הממשלה לאפשר לדיירים זכאים לרכוש את דירותיהם מהמדינה ומגידול איטי במלאי הדירות החדשות. בנוסף למנדט שאפשר לעמידר ב-2018 להנפיק איגרות חוב לציבור בהיקף של 1 מיליארד ₪ לצורך מימון רכישת דירות, נשקלות כיום, להבנתנו, ברמה הממשלתית, מספר הצעות נוספות למימון הגדלת מלאי הדיור הציבורי של המדינה, אך באווירת אי הוודאות הפוליטית ומגפת הקורונה לא ברור אם הצעות אלו ייושמו ומתי. במקביל, הממשלה ממשיכה לתקצב רכישת דירות נוספות לצורך הגדלת מלאי הדיור הציבורי שלה. בשנים הקרובות צפויה עמידר גם 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 שעמידר מנהלת, כתלות באסטרטגיה של הממשלה. עם זאת, בטווח התחזית שלנו אנו צופים שהיקפם של פרויקטים אלה לא יהיה משמעותי, ולכן תהיה להם השפעה מוגבלת על רווחיות החברה.

אנו סבורים אמנם שהמודל העסקי של עמידר יציב, אך מביאים בחשבון את השפעתה המוגבלת של עמידר על איכות הנכסים, הן כיוון שמרבית היחידות המנוהלות לא נמצאות בבעלותה של עמידר או רשומות בדוחותיה הכספיים, והן כי עמידר אינה הקובעת את רמת התחזוקה הנדרשת שלהן, דבר שאנו רואים כחולשה יחסית.

כמה מההצעות לממן את הגדלת מלאי הדירות לדיור הציבורי כוללות הנפקת חוב נוספת לציבור, אולם אנו סבורים כי התנאים המקדימים למהלך כזה אינם צפויים להבשיל בטווח התחזית שלנו בשל העלות התקציבית הגבוהה עבור המדינה, ולנוכח מצבה הכלכלי של המדינה כתוצאה ממשבר הקורונה. לכן אנו צופים כי נטל החוב יירד בשנת 2022 ל-581 מיליון ₪, ובהתאם גם מינוף החברה, שאנו מודדים באמצעות יחס החוב ל-EBITDA, ירד בהדרגה מהרמה הגבוהה שנרשמה לאחר הנפקת איגרות החוב, מ-23.5% ב-2018 ל-12.1% בשנת 2022. כיוון שהדירות שנרכשו מכספי ההנפקה לא נרשמו במאזן החברה, רמת החוב בהשוואה לשווי הדירות במאזן נותרת גבוהה, אך אנו סבורים שהסיכון הנובע מכך נמוך, היות שמדינת ישראל משלמת את תשלומי הקרן של איגרות החוב, ושעמידר העבירה את הסכום בגין תשלומי הריבית העתידיים מכספי ההנפקה לחשבון ייעודי שנפתח אחת לחצי שנה לטובת התשלום לבעלי אגרות החוב.

ככלל, אנו רואים בחיוב את המדיניות הפיננסית השקולה של עמידר, המשתקפת בניהול זהיר של הנזילות והחוב. יתרות הנזילות של החברה מנוהלות לפי כללים פנימיים שאישרה ועדת הכספים וההשקעות של החברה, והשמירה על רמת מזומנים זמינה מספקת מפחיתה לדעתנו את התלות בעיתוי התקבולים.

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, יעד חברתי מרכזי להערכתנו.
- 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 4x ב-12 החודשים הקרובים, והוא גבוה לעומת הערכתנו הקודמת. במקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-30 בספטמבר, 2020, כללנו מזומנים והשקעות לטווח קצר, יתרת תקבולים מהנפקת האג"ח, לרבות כספי החשבון המיועד לפירעון תשלומי הקרן וה-EBITDA. בנוסף היו לחברה נכון לתאריך זה השקעות בנכסים פיננסיים ייעודיים שלמיטב הבנתנו זמינים לכיסוי השימושים במידת הצורך, וגם הם נכללו בחישוב.

ההנחות שלנו לגבי השימושים העיקריים של החברה כוללות הוצאות הוניות והוצאות אחרות במזומן, לרבות השקעות בפרויקטים, הוצאות מקרן האחזקה לשיפור מבנים ותשלום עבור דירות חדשות שעדיין בשלבי בנייה, ותשלום חלויות חוב (קרן וריבית).

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 מקשריה עם המדינה, שמבטיחה זרם הכנסות יציב לחברה באמצעות הסכמי התפעול, מה שממתן את המינוף הגבוה כתוצאה מהנפקת האג"ח.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם נעריך כי מעמדה של עמידר כגוף העיקרי המנהל את מלאי הדיור הציבורי של המדינה ייחלש, או אם נעריך כי הממשלה צמצמה את מעורבותה בפעילות החברה ואת שליטתה בה. שינויים אלו עשויים להחליש את הפרופיל הפיננסי של החברה ואת הערכת הנזילות שלה.

נתונים עיקריים

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ – נתונים ומדדים פיננסיים

נתון/מדד	2018a	2019a	2020e	2021bc	2022bc
מספר יחידות הדיור בבעלות או בניהול	48,258	47,286	46,700	45,850	45,100
הכנסות §	471.6	471.5	387.0	406.7	407.5
שיעור ההכנסות שאינן מפעילות ליבה (%)	19	19	15	19	19
†§ EBITDA	40.2	46.0	42.0	45.2	47.9
§† EBITDA/הכנסות (%)	8.5	9.8	10.9	11.1	11.7
הוצאות הוניות †	495.1	351.8	55.6	18.5	39.5
חוב	942.8	880.8	780.8	680.8	580.8
§† חוב/EBITDA (x)	23.5	19.2	18.6	15.1	12.1
הוצאות מימון*	12.7	14.4	11.4	10.0	8.6
§†* EBITDA/הוצאות מימון (x)	3.2	3.2	3.7	4.5	5.6
מזומנים ונכסים סחירים	675.9	403.5	398.0	435.2	458.4

§מותאם לאמורטיזציה של מענקים. †מותאם לתחזוקה מהוונת. *כולל ריבית מהוונת. a -- בפועל. e -- אומדן. bc --תרחיש הבסיס משקף את הנחותינו לתרחיש הסביר ביותר.

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ – סיכום ציונים של גורמי דירוג

סיכון ענפי	2
סביבה כלכלית וקשר לשוק	2
אסטרטגיה והנהלה	3
איכות נכסים וביצועים תפעוליים	3
פרופיל עסקי	3
ביצועים פיננסיים	5
פרופיל חוב	2
נזילות	1
מדיניות פיננסית	2
פרופיל פיננסי	3

הדירוגים ש- S&P Global Ratings קובעת לחברות ללא מטרות רווח בתחום הדיור הציבורי מבוססים על שמונה גורמי דירוג מרכזיים המפורטים בטבלה שלעיל. מאמר המתודולוגיה "מתודולוגיה לדירוג חברות ציבוריות וחברות ללא מטרות רווח בתחום הדיור הציבורי" מה-17 בדצמבר, 2014, מסכם את הדרך שבה

משמשים שמונת הגורמים יחדיו בקביעת פרופיל האשראי העצמאי (SACP) והדירוג של כל חברה לדיור ציבורי. במקרה של ספקיות דיור ציבורי שיותר משליש מהכנסתן המאוחדת נובעת ממכירות בשוק החופשי, אנו משתמשים גם במאמר המתודולוגיה "גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן".

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה: דירוג עצמאי (SACP) - אחד ממרכיבי הדירוג, 1 באוקטובר, 2010
- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- 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 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 13 בנובמבר, 2020

רשימת דירוגים

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAAA\Stable	21/02/2018	03/02/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה א	ilAAA	21/02/2018	03/02/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
פברואר 21, 2018	ilAAA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:04 11/02/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:04 11/02/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

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

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.