

י.ו.א.מ.איץ' פרופרטיס אינק

25 בדצמבר 2022

אנליסט אשראי ראשי:

איל עברון, 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית
3	תחזית הדירוג
3	התרחיש החיובי
3	התרחיש השלילי
3	תרחיש הבסיס
3	הנחות עיקריות
4	יחסים עיקריים
4	תיאור החברה
5	הפרופיל העסקי
6	הפרופיל הפיננסי
7	נזילות
8	ניתוח התניות
8	התאמות לדירוג
8	גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי
8	אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי
9	ניתוח שיקום חוב
9	שיקולים עיקריים
9	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
10	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
10	התאמות לדיווח הכספי
12	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
12	רשימת דירוגים

יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק

ilA+/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
- אסטרטגיית השקעות הכוללת רכישת נכסים מניבים לא מיוצבים (לדוגמא נכסים עם שיעורי תפוסה נמוכים) ו/או נכסים הדורשים פיתוח. - איכות שוכרים נמוכה להערכתנו בהשוואה לקרנות ריט אחרות הפועלות בארה"ב. - רווחיות נמוכה בהשוואה לקרנות ריט מדורגות אחרות בתחום המגורים להשכרה.	- תיק נכסים מניבים בתחום החזקת והפעלת קהילות של בתים תעשייתיים עם פיזור שוכרים גדול יחסית לקבוצת ההשוואה. - ביצועים תפעוליים יציבים יחסית לאורך זמן התומכים ביציבות ונראות של הכנסות. - חוב שמרביתו בריבית קבועה עם מח"מ הולם ושכ-26% ממנו (לא כולל ההון המועדף) מגיע לפירעון עד שנת 2024.

יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק ("החברה") ממשיכה לשמור על ביצועים תפעוליים יציבים יחסית בדומה לשנים

קודמות. תיק הנכסים הציג ביצועים תפעוליים הולמים עם עלייה שנתית ממוצעת של כ-8.1% בהכנסות משכירות ושל כ-11.2% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים החל משנת 2015, כולל עליות של 5.9%-ו-4.0%, בהתאמה, בתשעת החודשים הראשונים של 2022 (נתונים אלו אינם כוללים את הנכסים Memphis Blues ו-Duck River Estates). שיעור התפוסה הממוצע נותר בינוני אך יציב יחסית, ועמד בסוף ספטמבר 2022 על 84.9% ביחידות השטח להשכרה לבתים תעשייתיים (ירידה קלה לעומת 86% בשנת 2021 ו-85% בשנת 2020) ועל כ-94.3% בבתי להשכרה. לחברה שיעורי גבייה גבוהים של 98% ומעלה משנת 2020, ושיעורי חידוש חוזים של כ-86% ביחידות השטח להשכרה ושל כ-67% בבתי להשכרה (לעומת כ-50% היסטורית בקרנות ריט הפועלות בתחום המגורים להשכרה בארה"ב).

אנו צופים היחלשות מסוימת ביחסי הכיסוי בשל המשך יישום אסטרטגיית ההשקעות של החברה והמשך

עלייה בסביבת הריבית. החברה המשיכה ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה, והשקיעה כ-105 מיליון דולר בשנת 2021 וכ-117 מיליון דולר בשלושת הרבעונים הראשונים של 2022. ביולי 2022 ביצעה החברה פידיון מלא של סדרת ההון המועדף (סדרה C). שימושים אלו, יחד עם המשך חלוקות הדיבידנדים, מומנו באמצעות שילוב של הנפקות הון מניות רגיל, חוב ומימוש מניות Monmouth Real Estate Investment Corporation Investments. אנו מעריכים שהחברה תמשיך לבצע השקעות באמצעות שילוב של הנפקות הון מניות רגיל וחוב, אך היקפן תלוי במצב השווקים ובעלות החוב. בשנת 2021 וב-12 החודשים שהסתיימו בסוף ספטמבר 2022 הציגה החברה יחס כיסוי מתואם EBITDA להוצאות המימון של כ-1.6x יחס חוב מתואם

ל-EBITDA של כ-9.1x וכ-10.0x, בהתאמה. להערכתנו צפויה היחלשות מסוימת ביחסי הכיסוי של החברה, אך הם צפויים להמשיך להלום את הדירוג.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 חודשים הקרובים ישמור תיק הנכסים של החברה על יציבות במדדים התפעוליים כדוגמת שיעורי תפוסה, שיעורי גבייה והמשך צמיחה ב-NOI מנכסים זהים, תוך שמירה על פיזור גיאוגרפי דומה. אנו מצפים כי החברה תממן את יוזמות הצמיחה שלה באמצעות שילוב של הנפקות הון מניות רגיל וחוב, תוך שמירה לאורך זמן על יחס מתואם חוב ל-EBITDA של עד 12x, על יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x ועל נזילות הולמת.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תשפר משמעותית את מאפייניה העסקיים על ידי הגדלת מספר יחידות השטח להשכרה לבתים תעשייתיים ומספר הבתים להשכרה, תוך הגדלת הפיזור הגאוגרפי. כל זאת במקביל לשיפור קבוע בפרופיל הסיכון הפיננסי שיתבטא ביחס מתואם EBITDA להוצאות מימון לכיוון 2.4x ויחס כיסוי חוב ל-EBITDA נמוך מ-9.5x לאורך זמן.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם חוב ל-EBITDA יעלה על 13x והיחס המתואם EBITDA להוצאות מימון יפחת מ-1.3x לאורך זמן, או אם תחול הרעה בנזילות החברה. אנו סבורים כי תרחיש זה עשוי להתממש, בין היתר, אם החברה תנקוט אסטרטגיית צמיחה אגרסיבית של רכישת נכסים בעיקר באמצעות חוב או בעלויות מימון גבוהות בהשוואה לתרחיש הבסיס שלנו, או אם תחול התדרדרות בביצועי הנכסים בשל מגמות שליליות בענף הבתים התעשייתיים.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-1.8% בתמ"ג של ארה"ב ב-2022 והתכווצות של כ-0.1% ב-2023.
- עלייה בשיעור האבטלה בארה"ב מכ-3.7% ב-2022 לכ-4.9% ב-2023.
- המשך עלייה שנתית בהכנסות משכירות מנכסים קיימים ומהמשך הנבה של השקעות בנכסים חדשים, הן ביחידות השטח להשכרה והן בבתים להשכרה.
- ירידה מסוימת ברווחיות בהשוואה לשנים הקודמות.
- המשך מכירת בתים, אך בהיקף לא מהותי בהשוואה לפעילות המניבה.
- השקעות בהיקף כולל של כ-140-175 מיליון דולר בשנים 2022-2023, כולל רכישת נדל"ן להשקעה, רכישת קהילות של בתים תעשייתיים, השקעות בקרקעות בפיתוח ועוד.

- הנפקות הון מניות רגיל והון מועדף שבוצעו ב-2022 וצפי להמשך הנפקות הון מניות רגיל במסגרת תוכנית החברה לבצע השקעות באמצעות שילוב של הנפקות הון מניות רגיל וחוב.
- אנחנו מעריכים בשלב זה שהחברה לא תבצע פדיון מלא של סדרת ההון המועדף D, שאנו מסווגים כחוב, בשל תנאי השווקים. אם זאת, על פי החברה, אם תבצע את הפדיון היא תעשה זאת באמצעות שילוב של הנפקות הון רגיל וחוב.
- המשך עלייה בעלות המימון הממוצעת על פי הנחת S&P Global Ratings.
- בחישוב החוב נטו לקחנו בחשבון רק חלק מהשווי של ניירות הערך הסחירים שמחזיקה החברה, בהתאם להיקף וסחירות החזקות אלו.
- חלוקת דיבידנד שנתית להון המניות הרגיל ולהון המועדף בהיקף כולל של כ-59-65 מיליון דולר.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021A	2022E	2023E
EBITDA/הוצאות מימון	1.6x	1.6x-1.5x	1.6x-1.5x
חוב/EBITDA	9.1x	11.0x-9.0x	12.0x-10.0x
חוב/חוב והון עצמי (על בסיס עלות היסטורית)	56.0%	59%-56%	63%-58%

A-בפועל. E-צפוי

תיאור החברה

יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק היא קרן ריט ציבורית בניהול עצמי הרשומה בארה"ב, פעילה כחברה מ-1968 וכחברה ציבורית מ-1985. החברה נסחרת בבורסה בניו יורק ובתל אביב, ומוחזקת על ידי למעלה מ-200 מוסדות שונים, בראשם Vanguard Group (9.4%) ו-Blackrock Inc. (6.51%). פעילות החברה כוללת בעיקר החזקה והפעלה של קהילות של בתים תעשייתיים חד משפחתיים (Single-family Manufactured Homes) המיוצרים מחוץ לאתר ומותקנים באתרי הקהילות. החברה מחזיקה בדרך כלל בקרקע, בתשתיות, ברחובות, בתאורה, בשבילים, במתקני שטח משותפים ועוד, ואחראית לאכיפת הנחיות הקהילה והתחזוקה. ברוב המקרים היא משכירה לבעלי הבתים את יחידת השטח בו מוצב הבית המתועש ובשאר המקרים משכירה לדיירים את יחידת השטח והבית שמוצב עליה. כמו כן, לחברה פעילות, שאינה מהותית בהשוואה לפעילות ההשכרה, של מכירה ומימון המכירה של בתים תעשייתיים לדיירים ולתושבים פוטנציאליים בקהילותיה. בנוסף, החברה מחזיקה ניירות ערך סחירים של קרנות ריט, שהיא מגבילה בדרך כלל לעד 15% מנכסיה (כ-2.4% נכון לספטמבר 2022).

הפרופיל העסקי

פעילות החברה כוללת בעיקר החזקה והפעלה של קהילות של בתים תעשייתיים חד משפחתיים בארה"ב. בסוף ספטמבר 2022 עמד שווי תיק הנכסים על בסיס עלות היסטורית על כ-1.3 מיליארד דולר, וכלל 132 קהילות של בתים תעשייתיים הכוללות כ-25 אלף יחידות שטח להשכרה לבתים תעשייתיים חד משפחתיים, מתוכן בבעלות החברה בנוסף כ-9,000 בתים להשכרה. בנוסף, החברה מפעילה ובעלת החזקה משותפת עם Nuveen Real Estate בקהילה אחת בפלורידה. הקהילות מפוזרות ברובן באזורים פרבריים/משניים בארה"ב בעשר מדינות שונות בנכסים המאוחדים, וכ-80% מתיק הנכסים ממוקם במדינות פנסילבניה, אוהיו ואינדיאנה, עם ריכוזיות באזור Marcellus and Utica Shales (כ-50% מהשטח הכולל של תיק הנכסים). לחברה שיעור תפוסה ממוצע בינוני אך יציב יחסית בשנים האחרונות, שעמד בסוף ספטמבר 2022 על כ-84.9% ביחידות השטח להשכרה לבתים תעשייתיים (ירידה קלה לעומת 86% בשנת 2021 ו-85% בשנת 2020) ועל כ-94.3% בבתים להשכרה. להערכתנו, שיעורי התפוסה הבינוניים מושפעים בעיקר מאסטרטגיית ההשקעות של החברה הכוללת רכישת נכסים מניבים לא מיוצבים (לדוגמא נכסים עם שיעורי תפוסה נמוכים) ו/או נכסים הדורשים פיתוח, בעיקר באזור הצפון מזרחי ומרכז מערבי בארה"ב. אנו מעריכים את איכות השוכרים כנמוכה בהשוואה לקרנות ריט אחרות הפועלות בארה"ב, עם שוכרים ייעודיים המרוויחים הכנסה שנתית של כ-50 אלף דולר בממוצע למשק בית (לעומת מעל 100 אלף דולר בקרנות ריט מדורגות הפועלות בתחום המגורים להשכרה). יחד עם זאת, פעילות החברה מאופיינת בשנים האחרונות בצמיחה קבועה ב-NOI בהובלת הרחבת הפעילות ועלייה בדמי שכירות, מ-NOI כולל של כ-48 מיליון דולר בשנת 2016 לכ-91 מיליון דולר בשנת 2021. משנת 2015 חלה עלייה שנתית ממוצעת של כ-8.1% בהכנסות משכירות ושל כ-11.2% ב-NOI מנכסים זהים, כולל עליות של 5.9% ו-4.0%, בהתאמה, בתשעת החודשים הראשונים של 2022 (נתונים אלו אינם כוללים את הנכסים Memphis Blues ו-Duck River Estates). לחברה פיזור שוכרים גדול יחסית, שיעורי גבייה גבוהים של 98% ומעלה משנת 2020 ושיעורי חידוש חוזים של כ-86% ביחידות השטח להשכרה וכ-67% בבתים להשכרה (לעומת כ-50% היסטורית בקרנות ריט הפועלות בתחום המגורים להשכרה בארה"ב). כל אלה מקנים יציבות ונראות גבוהה להכנסות. אנו מעריכים כי רווחיות החברה נמוכה בהשוואה לקרנות ריט מדורגות אחרות בתחום המגורים להשכרה, אך סבורים כי יציבות ואופי הפעילות שלה טובים יותר בהשוואה לחברות ברמת דירוג דומה.

בשנים האחרונות פועלת החברה למכירת בתים בקהילות, אך בהיקף לא מהותי בהשוואה לפעילות המניבה. היקף המכירות עלה מ-8.5 מיליון דולר בשנת 2016 לכ-27 מיליון דולר בשנת 2021 וכ-20.3 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022. על פי החברה, העלייה במכירות נתמכת בביקוש לדיור בר השגה ובקיטון במלאי הבתים באזורי הפעילות.

הפרופיל הפיננסי

בשנת 2021 וב-12 החודשים שהסתיימו בסוף ספטמבר 2022 הציגה החברה יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של $1.6x$ ויחס מתואם חוב ל-EBITDA של $9.1x$ ו- $10.0x$, בהתאמה. היחסים הפיננסיים הושפעו בעיקר מהשקעות בהיקף של כ-105 מיליון דולר בשנת 2021 וכ-117 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022, מהשלמת פידיון מלא של סדרת ההון המועדף סדרה C ביולי 2022 ומחלוקות דיבידנדים שביצעה החברה. שימושים אילו מומנו בשילוב של הנפקות הון מניות רגיל וחוב ומימוש מניות Monmouth Real Estate Investment Corporation Investments. פדיון סדרה C התבצע בין השאר באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה צמודה לשער הדולר שהושלמה בפברואר 2022. ביצועים יציבים יחסית של הנכסים המניבים ממשיכים לתמוך ביחסים הפיננסיים, עם זאת, על פי החברה קצב הצמיחה בשנת 2022 היה מתון יחסית לשנים האחרונות בשל קצב רכישת הבתים וההשפעות של בעיות בשרשראות האספקה. אנו מעריכים שהחברה תמשיך לבצע השקעות במימון של הנפקות הון מניות רגיל וחוב, אך היקפן תלוי במצב השווקים ובעלות החוב. על פי תרחיש הבסיס שלנו, תיק הנכסים ימשיך ויצמח בשנים הקרובות כתוצאה משיפור בביצועים של תיק הנכסים הקיים ומהמשך רכישות של נכסים חדשים. בנוסף אנחנו מעריכים בשלב זה שהחברה לא תבצע פדיון מלא של סדרת ההון המועדף סדרה D, שאנו מסווגים כחוב פיננסי ומחשיבים את הדיבידנדים התקופתיים עליה כתשלומי ריבית, בשל תנאי השווקים. אם זאת, על פי החברה, אם תפדה את הסדרה היא תעשה זאת באמצעות שילוב של הנפקות הון רגיל וחוב. כל זאת, במקביל להמשך עלייה בעלות המימון הממוצעת. כתוצאה מכך אנו צופים בשנים 2022-2023 יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ- $1.5x$ - $1.6x$ ויחס מתואם חוב ל-EBITDA של $9x$ - $12x$. אנו צופים כי היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי (על בסיס עלות היסטורית) יעלה בשנים 2022-2023 מ-56% ב-2021, בעיקר בשל המשך יישום אסטרטגיית ההשקעות וחלוקת דיבידנדים, אך ימשיך ויעמוד על עד כ-63%. להערכתנו צפויה היחלשות מסוימת ביחסי הכיסוי של החברה, אך הם צפויים להמשיך להלום את הדירוג. החברה ממשיכה לשמור על מח"מ חוב הולם יחסית של כחמש שנים (לא כולל סדרת ההון המועדף), וכ-26% מהחוב (לא כולל סדרת ההון המועדף) מגיע לפירעון עד שנת 2024, ושיעור ניכר מהחוב הוא בריבית קבועה, מה שמגביל את הסיכון לתנודות בשיעור הריבית. להערכתנו, גורמים אלו תומכים באיכות האשראי של החברה.

Table 1.

UMH Properties Inc. -- Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2021	2020	2019	2018	2017
Revenue	186.1	163.6	146.6	129.6	112.6
EBITDA	83.1	72.1	59.3	52.5	44.9
Funds from operations (FFO)	33.2	16.9	14.3	15.3	28.1
Interest expense	50.7	51.7	45.2	37.2	16.4
Cash flow from operations	35.0	32.2	11.9	19.5	39.7
Debt	758.0	870.2	760.4	641.4	366.4
Equity	279.8	93.9	141.3	135.9	421.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	44.7	44.0	40.5	40.5	39.9
Return on capital (%)	4.4	4.1	3.8	4.1	3.7
EBITDA interest coverage (x)	1.6	1.4	1.3	1.4	2.7
FFO cash interest coverage (x)	1.7	1.3	1.3	1.4	2.7
Debt/EBITDA (x)	9.1	12.1	12.8	12.2	8.2
FFO/debt (%)	4.4	1.9	1.9	2.4	7.7
Cash flow from operations/debt (%)	4.6	3.7	1.6	3.0	10.8
Debt/debt and undepreciated equity (%)	56.0	70.4	67.0	65.8	46.5

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק כ-"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה ברמת ודאות גבוהה לשימושים שלה יעלה על $1.2 \times$ ב-12 החודשים הקרובים. בחינת נזילות החברה מבוצעת על בסיס הדוח המאוחד, ומתבססת בעיקר על היקף המזומנים, מסגרות האשראי הפנויות, התמורה מהנפקת הון מניות רגיל שהושלמה והתזרים החיובי השוטף כנגד פירעונות החוב, ההשקעות בנכסים וחלוקות הדיבידנדים הצפויות. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים ועל מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. לחברה נגישות למקורות מימון הכוללת להבנתנו את מערכת היחסים עם הבנקים ועם שוקי ההון בארה"ב, ומדיניות ניהול סיכונים זהירה כחלק מהמדיניות הפיננסית שלה לשמירה על יתרות נזילות (כולל נ"ע סחירים) של מעל 75 מיליון דולר. רוב החוב של החברה הוא ללא זכות חזרה (non-recourse).

להערכתנו, המקורות והשימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2022 הם:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
- תשלום חוב בנקאי ומסגרת אשראי בסך של כ-31 מיליון דולר. - השקעות בנכסים בהיקף של כ-60-65 מיליון דולר. - דיבידנד למניות רגיל ולהון המועדף של כ-56-60 מיליון דולר.	- מזומן ושווי מזומנים, כולל ניירות ערך סחירים, בהיקף של כ-94 מיליון דולר (נטו, לאחר מכירת מניות CBL וכולל הערכתנו לתנודתיות אפשרית במחירי ניירות ערך הסחירים). - מסגרות אשראי חתומות ליותר מ-12 חודשים ולא מנוצלות בהיקף של כ-40 מיליון דולר. - תזרים מזומנים של כ-32-37 מיליון דולר. - תמורה בסך כ-19 מיליון דולר מהנפקת הון מניות רגיל שהושלמה. - תמורה בסך כ-21.5 מיליון דולר מהלוואות שהתקבלו עבור רכישת נכס באוהיו ובניו ג'רזי. - תמורה בסך כ-0.3 מיליון דולר ממימוש מניות CBL שהושלם.

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בהתבסס על הערכתנו כי הלוואות אלו ימוחזרו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים, מוסדות פיננסיים ובעלי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר 2022 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: חיובי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק.

אינדיקטור ESG	E-2	S-2	G-2
גורם ESG	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי,

דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית, 2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו [אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום](#), מ-13 באוקטובר 2021.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל לדירוג המנפיק, לסדרת אג"ח א' הבלתי מובטחת של יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מהמינוף הנוכחי של החברה וממבנה החוב. ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחזר. הגדלה משמעותית של החוב המובטח, בין היתר אם החברה תרכוש נכסים חדשים בשיעורי מינוף גבוהים, עשויה להשפיע לשלילה על שיעור שיקום החוב של החוב הלא מובטח.
- על אף המופיע במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת היות שהסדרה אינה מובטחת ונחותה לחוב בנקאי מובטח.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק בכלכלה האמריקאית יוביל לעלייה משמעותית בשיעור האבטלה ובשיעור הריבית ולירידה משמעותית בשיעורי התפוסה של הנכסים ובהכנסות משכירות.
- אנו מעריכים ששווי הנכסים המיוצבים ברוטו יעמוד על כ-751 מיליון דולר, לפי ירידה של כ-35% ב-NOI השנתי ושיעור היוון משוקלל בסטרס של 8.63%.
- אנו מעריכים ששווי הנכסים הלא מיוצבים של החברה, הכוללים קרקעות בפיתוח ומלאי של בתיים תעשייתיים, יעמוד על כ-90 מיליון דולר, ירידה של כ-40%-50% מהשווי בספרים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומי חלק מנכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- חובות שיגיעו לפירעון לפני שנת אירוע כשל הפירעון ההיפותטי ימוחזרו בתנאים דומים, ומועדי הפירעון שלהם יידחו לשנת אירוע כשל הפירעון ההיפותטי או לאחר מכן.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה, החוב הבנקאי המובטח ייפרע לפני פירעון האג"ח ומסגרות האשראי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי נכסים ברוטו: כ-841 מיליון דולר
- עלויות ברמת הנכסים (5%): כ-42 מיליון דולר
- חוב מצטבר ברמת הנכסים: כ-501 מיליון דולר
- עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול (5%): כ-17 מיליון דולר
- שווי פנוי נטו לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: כ-329 מיליון דולר
- סך חוב לא מובטח (סדרה א' ומסגרות האשראי): כ-266 מיליון דולר
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרה א' ומסגרות האשראי): 70%-90% (מוגבלת כפי שצויין לעיל)

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה של החוב הבנקאי עד לשנת אירוע כשל הפירעון ההיפותטי. כמו כן המודל מניח פער שלא יכוסה בהיקף כולל של כ-48 מיליון דולר בין הלוואות ללא זכות חזרה לשווי המופחת ברמת הנכסים.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

- על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק לשנת 2021:
- הפחתת מזומנים זמינים וניירות ערך סחירים (כולל הערכתנו לתנודתיות אפשרית במחירי ניירות ערך הסחירים) מהחוב הפיננסי.
- הוספת ההון המועדף לחוב הפיננסי והוספת הדיבידנדים התקופתיים עליו לתשלומי הריבית.
- הוספת ריבית מהוונת להוצאות המימון המתואמות.

Table 2.

UMH Properties Inc.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. \$) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2021

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Dividends
Reported Amounts	499.3	742.1	79.1	19.2	83.1	65.2	61.4
S&P Global Ratings adjustments							
Cash interest paid	--	--	--	--	(19.9)	--	--
Reported lease liabilities	3.5	--	--	--	--	--	--
Operating leases	--	--	--	0.2	(0.2)	(0.2)	--
Debt-like hybrids	462.3	(462.3)	--	29.8	(29.8)	(29.8)	(29.8)
Accessible cash and liquid investments	(207.2)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	1.5	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	3.4	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(0.2)	--
EBITDA: Other	--	--	0.6	--	--	--	--
Total adjustments	258.6	(462.3)	4.1	31.5	(49.9)	(30.2)	(29.8)
S&P Global Ratings adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Dividends paid
Adjusted	758.0	279.8	83.1	50.7	33.2	35.0	31.5

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן](#), 3 בפברואר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: סיכונים אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי](#), 10 באוקטובר, 2021
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 10 בנובמבר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

יו.אמ.איץ' פרופרטיס אינק	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA+\Stable	13/01/2022	13/01/2022
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה א	ilAA-	13/01/2022	13/01/2022
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך ינואר 13, 2022	ilA+\Stable		
פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יזום הדירוג	13:28 25/12/2022 13:28 25/12/2022 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 יישמש 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 האכזר 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 אמנים 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.

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.spqglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.