

# עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

דירוג ראשוני | פברואר 2018

## אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa.il	דירוג סדרה
------------------	--------	------------

מידורג קובעת דירוג Aaa.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ ("עמידר" או "החברה") בסך של עד 1,000 מיליון ₪ ערך נקוב בהתאם להסכם שנחתם ביום 14.12.2017 בין עמידר לבין ממשלת ישראל באמצעות משרד הבינוי והשיכון אשר מטרתו להסדיר רכישה של דירות למלאי הדיור ציבורי על ידי החברה באמצעות גיוס חוב סחיר לתקופה של 10 שנים (להלן: "הסכם גיוס החוב"). הסכם גיוס החוב הינו בתוקף עד ליום 31.12.2029.

### הנפקת אגרות החוב במסגרת הסכם גיוס החוב

על פי הסכם גיוס החוב, תמורת גיוס אגרות החוב תופקד בחשבון ייעודי על שם עמידר ("חשבון גיוס החוב") אשר כספיו ישמשו למטרות הבאות בלבד: 1. כיסוי הוצאות ההנפקה של אגרות החוב ותשלום ריבית בגין אגרות החוב 2. רכישת דירות למאגר הדיור הציבורי לרבות תשלום עמלות לחברה והוצאות הכרוכות ברכישת הדירות.

לטובת תשלומי קרן אגרות החוב לפי לוח הסילוקין, תעביר המדינה לחברה תשלומים במקביל ללוח הסילוקין של אגרות החוב ובסכום כולל שלא יעלה על 1.0 מיליארד ₪ (להלן: "תשלומי המדינה"). תשלומי המדינה יופקדו בחשבון ייעודי על שם החברה (להלן: "חשבון תשלומי המדינה") והחברה תהא רשאית להשתמש בתשלומי המדינה לצורך תשלום קרן אגרות החוב בלבד לפי לוח הסילוקין. תשלומי המדינה יועברו לחשבון תשלומי המדינה לא יאוחר מ-14 ימי עבודה לפני מועד ביצוע התשלומים למחזיקי אגרות החוב לפי לוח הסילוקין. החברה לא תהיה רשאית להטיל שעבוד כספי על כספי תשלומי המדינה ולא תהיה רשאית להשתמש בכספי תשלומי המדינה כבטוחה. החברה תרכוש דירות למאגר הדיור הציבורי מתוך כספי אגרות החוב בהתאם לכללים ולנהלים שנקבעו בהסכם רכישת הדירות המהווה נספח להסכם גיוס החוב. הדירות שירכשו יירשמו על שם החברה כשהן נקיות מכל שעבוד ועל כל דירה תרשום עמידר הערת אזהרה בדבר התחייבות החברה להעביר את הדירה על שם המדינה במסגרת הסכם גיוס החוב. הדירות הראשונות שירכשו עד לגובה סכום הקרן השמורה יירשמו על שם המדינה. החברה התחייבה להשלים את רכישת הדירות מתמורת כספי אגרות החוב ורישומן על שם החברה עד ליום 31.12.2019. בהתאם ללוח הסילוקין החברה תעביר לבעלות המדינה דירות שתרכוש מכספי גיוס אגרות החוב ואשר סך עלותן במועד הרכישה יהיה קרוב ככל האפשר לשווי תשלום המדינה כפי שנקבע בלוח הסילוקין, בניכוי הוצאות רכש הדירות, ותרשום את הדירות על שם מדינת ישראל כשהן נקיות מכל שעבוד.

בהתאם להסכם גיוס החוב, המדינה רשאית לאשר לחברה להפקיד לחשבון בנק ייעודי סכום השווה לתשלום הקרן האחרון של אגרות החוב שיועבר מאת המדינה וזאת בסמוך לאחר ההנפקה (ולא יאוחר מ 6 חודשים ממועד ההנפקה), אשר ישמש כקרן שמורה לטובת מחזיקי אגרות החוב. הקרן השמורה תשמש לצורך ביצוע התשלום אחרון לבעלי אגרות החוב ע"פ לוח הסילוקין (להלן: "הקרן השמורה" ו-"חשבון הקרן השמורה").

הסכם גיוס החוב קובע עוד כי אין בהוראותיו להקנות זכויות לטובת צד שלישי לרבות מחזיקי אגרות החוב וכי החברה אינה רשאית להסב את הסכם גיוס החוב לטובת מחזיקי אגרות החוב או להעניק למחזיקי אגרות החוב זכויות נוספות מעבר לרשום בו. יש לציין כי הסכם הניהול של עמידר עם משרד הבינוי והשיכון (ראה להן) מקנה למשרד זכות קיזוז כנגד התחייבויות של עמידר כלפי המדינה מכוח הסכם הניהול, לרבות במסגרת הסכמים אחרים של המדינה עם עמידר.

### אודות החברה

עמידר התאגדה בישראל בשנת 1949 והינה חברה ממשלתית המוחזקת בשיעור של כ- 99.99% על ידי מדינת ישראל. פעילות הליבה של עמידר הינה פתרונות דיור לאוכלוסיות נזקקות והיא חברת השיכון הציבורי הגדולה בישראל. עיקר פעילות החברה מתמקד בניהול יחידות דיור של זכאי הדיור הציבורי ובתי דיור מוגן לקשישים עבור משרד הבינוי והשיכון ופעילותה מושפעת במידה רבה ממדיניות הממשלה בקשר עם הדיור הציבורי. נכון ליום 30.09.2017 מנהלת החברה כ-40,500 יחידות דיור ציבורי המהווים את החלק הארי של מאגר דיור הקבע הציבורי בישראל. ניהול נכסי הדיור הציבורי מתבצע בידי עמידר במסגרת הסכם ניהול מתחדש בין החברה, כזרוע ביצוע של הממשלה, לבין משרד הבינוי והשיכון. הסכם הניהול הנוכחי נחתם למשך 5 שנים החל מיום 01.01.2018 (להלן: "הסכם הניהול"). הסכם הניהול כולל בין השאר את אחזקת הדירות, התקשרות עם דיירים ואכלוס הדירות, גביית שכר הדירה ופיתוח סביבתי

וכן את מכירת הדירות לדיירי הדיור הציבורי בהתאם לקריטריונים שקבעה הממשלה. כמו כן החברה מנהלת כ- 6,000 נכסים עבור רשות הפיתוח של רשות מקרקעי ישראל במסגרת הסכם ניהול שמסתיים ביום 31.12.2018, כאשר לצדדים אופציה להאריכו לתקופה של 5 שנים נוספות. ניהול נכסי רשות הפיתוח כולל, בין היתר, טיפול במבנים שהוכרזו כ"מבנים מסוכנים", גביית שכר דירה ומכירה של נכסים. כמו כן, החברה מספקת שירותי ניהול למקבצי דיור עבור משרד העלייה והקליטה במסגרת הסכם שירותים. על פי נתוני החברה, במהלך שנת 2016 העבירה עמידר לממשלת ישראל (לרבות משרד הבינוי והשיכון ורשות הפיתוח) סך של כ- 571 מיליון ₪ (כ-680 מיליון ₪ בשנת 2015) שנבעו מגביית שכר דירה מזכאים ותמורת מכר דירות המאגר ונכסי רשות הפיתוח. הכנסות עמידר בסך של כ-285 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 נבעו בחלקן הגדול (כ-70%) מהסכם ניהול דירות הזכאים עבור משרד הבינוי והשיכון וכן מהסכם ניהול נכסי רשות הפיתוח (כ-18%). יתר ההכנסות נבעו בעיקר מניהול מקבצי דיור עבור משרד הקליטה וניהול בתי דיור מוגן (הוסטלים) עבור משרד הבינוי והשיכון במסגרת מכרזים בהם זוכה החברה מעת לעת, וכן מסיוע בשכר דירה לזכאי המשרד. הסכם ניהול הדיור הציבורי הניב לחברה הפסדים שוטפים בשנים האחרונות, שקוזזו מצד התרומה של הסכם ניהול נכסי רשות הפיתוח והפעילויות האחרות כנזכר לעיל. החברה מעריכה כי חידוש הסכם הניהול החל משנה זו בתנאים שונים מהעבר עשוי להוביל לשיפור ברווחיות מתחום פעילות זה. בנוסף, בשנים האחרונות ביצעה עמידר התייעלות במצבת העובדים באמצעות תכנית פרישה מוקדמת וכיום מונה החברה כ-470 עובדים. על פי הסכם הניהול מחוייבת החברה להפקיד כמחצית מהרווח הנקי השנתי המאוחד לטובת קרן תחזוקת הדיור הציבורי אשר תיפתח בחשבון בנק ייעודי על שם החברה. בחודש נובמבר 2016 הושלמה העברת החזקות מדינת ישראל ועיריית ירושלים בפרזות חברה ממשלתית עירונית לשיכון ירושלים בע"מ ("פרזות") לידי החברה כנגד הקצאת הון מניות, ופרזות הינה כיום חברת בת המוחזקת על ידי עמידר בשיעור של 99.99%. בשנה החולפת החלה עמידר להיערך לפעילות בתחום ההתחדשות העירונית על בסיס הסכם מסגרת עם ממשלת ישראל. החברה תבחן פרויקטים להתחדשות עירונית בעלי היתכנות אשר יבאו לאישור משרדי הממשלה. החברה נדרשת ליזום, לתכנן ולבצע את הפעולות הנדרשות ליזום, תכנון והקמת הפרויקטים שאושרו על ידי הממשלה, לרבות אכלוס זמני של דיירי הדיור הציבורי. להערכת החברה היקף ההשקעה בתחום צפוי להגיע לכ-100 מיליון ₪. המימון לפרויקטים צפוי להגיע בעיקר מזכויות הקיימות בנכסים כהון עצמי וכן מהשקעות שתבצע עמידר מתוך יתרות המזומנים הקיימות בחברה. חלק מרווחי הפרויקטים צפויים להיות מושקעים חזרה בביצוע פרויקטים של התחדשות עירונית באזורים בהם רווחיות הפרויקטים מסוג זה אינה כדאית. תמורת היזום והניהול של הפרויקטים תהיה עמידר זכאית לעמלה בהתאם לסיווג הפרויקטים כרווחיים או כבלתי-רווחיים. מדיניות עמידר, כפי שמעוגנת בתקנון החברה, הינה שלא לחלק דיבידנדים לבעלי מניותיה. דירקטוריון החברה רשאי להקצות את רווחי החברה לקרן שמורה שנועדה לשם תיקון, אחזקה והשבחה של דירות הקבע, או לשם כל מטרה אחרת שדירקטוריון החברה, ייראה אותה כמועילה לענייני החברה או לתפקידיה. בפועל החברה לא חילקה רווחים אלא הקצתה חלק מהעודפים לטובת מדינת ישראל בדרך של השקעתם בשיפוץ מבנים.

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג אגרות החוב שתנפיק עמידר במסגרת הסכם גיוס החוב נקבע על פי גישת מידרוג לדירוג מנפיק קשור למדינה (Government Related Issuer – GRI) אשר סיכון האשראי שלו מצוי בזיקה גבוהה מאוד לזה של המדינה, ונגזר בהתבסס על הערכת הסבירות לתמיכת המדינה בעמידר, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA) למנפיק, וזאת כפי שמתואר במתודולוגיה של מידרוג לדירוג מנפיקים קשורים למדינה<sup>1</sup>. מידרוג רואה בעמידר גוף קשור למדינה ודירוג אגרות החוב שיונפקו על ידי החברה במסגרת הסכם גיוס החוב נקבע על ידי מידרוג כשווה לסיכון המדינה (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il).

דירוג אגרות החוב מתבסס על הערכת מידרוג לסבירות גבוהה מאוד של תמיכת המדינה בעמידר ובתשלום אגרות החוב בעית. הערכה זו מתבססת על השיקולים העיקריים הבאים: (1) עמידר פועלת מזה שנים כזרוע הביצוע של ממשלת ישראל לניהול הדיור הציבורי ומידרוג מעריכה זהות יעדים גבוהה בין מדיניות הממשלה לבין פעילות עמידר. כמאסדר של תחום הדיור הציבורי בישראל, המדינה קובעת עבור עמידר את מכלול פעולותיה ותקציביה, והשפעתה של עמידר על מיצובה העסקי והפיננסי מוגבלת מאוד. בנוסף,

<sup>1</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www://midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מידרוג מקנה סבירות נמוכה מאוד להפרטת החברה בטווח הנראה לעין. בשל אלו, מידרוג מעריכה כי סבירות גבוהה לתמיכת המדינה בהתחייבויותיה של עמידר, מסבירה יותר מכל את סיכון האשראי של אגרות החוב; (2) תכליתו של הסכם גיוס החוב היא ליישם את מדיניות הממשלה להגדלת מאגר הדיור הציבורי ולממנה באמצעות גיוס ציבורי של אגרות חוב, תוך שהמדינה מעמידה את התקציב הנדרש לשם החזר אגרות החוב, ואילו עמידר משמשת כלי בידי המדינה לגיוס החוב ופרעונו בחזרה. באופן זה, המקור לפרעון אגרות החוב בהתאם ללוח הסילוקין אינו נובע ממקורותיה העצמיים של עמידר ומתזרימה השוטפים, אלא מהתחייבות המדינה בהסכם המגובה במסגרת תקציבית. כמו כן, הסכם גיוס החוב מעגן מראש, מתמורת הגיוס, את תשלומי הריבית בגין אגרות החוב. מידרוג מדגישה עם זאת כי הסכם גיוס החוב אינו מעמיד ערבות מדינה לטובת מחזיקי אגרות החוב או התחייבות לתשלום אגרות החוב מהמדינה כלפי מחזיקי אגרות החוב. כמו כן, הסכם גיוס החוב אינו קובע מנגנון אשר מבודד את תשלומי המדינה שיועברו לעמידר לצורך שירות אגרות החוב מפני מצבה של עמידר, ואלו נותרים חשופים בתרחיש בו עמידר תעמוד בכשל פרעון; (3) בשל זהות היעדים הגבוהה בין עמידר לבין ממשלת ישראל, מידרוג מקנה סבירות גבוהה לתמיכה של ממשלת ישראל בעמידר ולמניעה, במקרה הצורך, כשל פרעון של עמידר. מידרוג סבורה כי בשל ההשפעה הגבוהה של המדינה על פעולותיה של עמידר ומעורבות המדינה במרבית רבדי פעילות החברה, התנערות המדינה מהתחייבויותיה של עמידר תסב נזק תדמיתי משמעותי למדינת ישראל ותוביל לפגיעה באמון השוק, הכרוכה בנזק כלכלי לא מבוטל. נדגיש כי להערכת מידרוג, החשיבות הכלכלית והחיוניות של עמידר עבור מדינת ישראל ואזרחיה הינה נמוכה יחסית, וכשלעצמה אינה מסבירה את הערכתנו לתמיכה ממשלתית גבוהה בעמידר. יחד עם זאת, למרות שתחום הדיור הציבורי נוגע לפלח מצומצם באוכלוסייה, מידרוג מעריכה כי הפרופיל הציבורי והפוליטי של תחום זה גבוה מאוד ופגיעה מהותית במערך השירות לדיור הציבורי או בכספי הדיור הציבורי תגרוור תגובה ציבורית רחבה. בנוסף, מידרוג הביאה בחשבון כי החברה, בדומה לחברות ממשלתיות אחרות, אינה זוכה להגנה משפטית וחוקית מיוחדת המונעת כניסה לכשל פרעון; (4) לעמידר טרק רקורד ממושך בתפקידה כזרוע הביצוע של ממשלת ישראל לעניין מדיניות הדיור הציבורי. עמידר ביססה ברבות השנים תשתית ארגונית ותפעולית לניהול מאגר הדיור הציבורי. כמו כן בשנים האחרונות רכשה עמידר מאות דירות למאגר הדיור הציבורי עבור ממשלת ישראל. מידרוג סבורה כי היקף הדירות שהתחייבה עמידר לרכוש במסגרת הסכם גיוס החוב, המוערך על ידי החברה סביב 700 דירות, ולוחות הזמנים שהוצבו להשלמת רכישת הדירות (עד ליום 31.12.2019), מהווים אתגר לא מבוטל עבור עמידר, אולם להערכת מידרוג, הניסיון של עמידר לאורך השנים ממתן סיכון זה. בנוסף, הסכם גיוס החוב קובע תנאים המקנים לחברה גמישות מסוימת ביחס ללוח הזמנים לרכישת הדירות וכן קובע מנגנון יישוב סכסוכים לטיפול בחריגות.

אופק הדירוג היציב מגלם את הערכת מידרוג לתמיכת המדינה בחברה בקרות אירוע כשל וכן את יכולתה של עמידר לעמוד בחלקה בהסכם גיוס החוב.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### פעילותה של עמידר שזורה במדיניות ממשלת ישראל בתחום הדיור הציבורי בישראל והזיקה הגבוהה בין השתיים מעמידה את

#### הסבירות לתמיכת המדינה כפרמטר עיקרי המשפיע על סיכון האשראי של עמידר

להערכת מידרוג, פעילות עמידר משולבת במידה גבוהה מאוד במדיניות הממשלה בתחום הדיור הציבורי, תוך שליבת פעילות החברה נגזרת מהסכם ניהול מאגר דירות הקבע בדיור הציבורי ומהסכם ניהול נכסי רשות הפיתוח. תקציב הסיוע בדיור של משרד הבינוי והשיכון נחלק לשלושה מסלולים עיקריים: משכנתאות מוכוונות לרכישת דירה, מענקי השתתפות בשכר דירה והקצאת דירות בשכר דירה בדיור הציבורי. על פי ההערכות, בישראל כ-220 אלף נזקקי סיוע בדיור, כ-160 אלף מתוכם זכאים לסיוע בשכר דירה וכ-60 אלף משפחות ויחידים מתגוררים בדיור ציבורי. בשני העשורים האחרונים צומצם משמעותית מאגר הדיור הציבורי, מהיקף של מעל 100 אלף דירות להיקף הנוכחי, וזאת נוכח מבצעי מכר שערך משרד הבינוי והשיכון במסגרתם נמכרו לאורך השנים כ-30 אלף דירות לדיירים המתגוררים בהן בשיעורי הנחה משמעותיים ביחס למחיר השוק. בשנים 2014-2016 לבדן נמכרו כ-5,000 דירות ציבוריות במסגרת מבצעי מכר, ומכספי המכירה שהועברו לקרן ייעודית נרכשו כ-900 דירות בלבד<sup>2</sup>. תור זכאי הדיור הציבורי של משרד הבינוי והשיכון נאמד בכ-3,000 משפחות ויחידים, חלקם ממתנינים להחלפת דירה. בשנת 2017 נוסף לקרן הייעודית תקציב ממשלתי של כ-

<sup>2</sup> הנתונים לקוחים מתוך הצעת תקציב משרד הבינוי והשיכון לשנים 2017-2018.

150 מיליון ש"ח לצורך הרחבת מאגר הדירות הציבורי וכן אישרה וועדת הכספים, בהתאם להחלטת הממשלה, העברה תקציבית לצורך גיוס אגרות חוב בסך 1.0 מיליארד ש"ח על ידי עמידר למטרת רכישת מאות דירות למאגר הדיור הציבורי. על פי ההערכות, מלאי הדיור הציבורי בישראל עומד על כ-3% מכלל הדירות במשק והוא בין הנמוכים במדינות המערב החברות ב-OECD<sup>3</sup>. תכנית משרד הבינוי והשיכון להרחבת מאגר הדיור הציבורי כוללת, נוסף לרכישות הדירות כאמור, גם מתווה של בניית דיור ציבורי באמצעות הסוכנות היהודית, הוספה והשבחה של יחידות דיור באמצעות התחדשות עירונית וכן השמשת דירות בלתי מאוכלסות.

נכון ליום 30.09.2017 מנהלת עמידר (במאוחד עם פרזות) כ-40.5 אלף דירות בתחום "דיור הקבע" הכולל את ניהול הרכוש הממשלתי ורכוש החברה. מתוך כך, כ-430 דירות המוגדרות כרכוש עמידר מקורי, כ-23,000 דירות אשר הוחכרו לחברה מהממשלה וכ-16,600 דירות בבעלות מדינת ישראל<sup>4</sup>. ניהול יחידות הדיור כולל את אחזקת הדירות, התקשרות עם הדיירים, אכלוס, גביית שכר דירה, פיתוח סביבתי וכיו"ב. בנוסף לכך, מנהלת עמידר כ-6,000 נכסים המצויים בבעלות רשות הפיתוח, וזאת בהתאם להסכם ניהול בין החברה לבין רשות מקרקעי ישראל. ניהול הנכסים של רשות הפיתוח כולל, בין היתר, טיפול במבנים שהוכרזו כ"מבנים מסוכנים", גביית שכר דירה ומכירה של הנכסים. תחומי פעילות נוספים של החברה הינם פיקוח על מקבצי דיור עבור משרד הקליטה ומתן סיוע בשכר דירה לזכאי משרד השיכון, מתן שירותים לטיפול בבקשות עבור פרויקט "מחיר למשתכן", פעילות בתחום ההתחדשות העירונית וכן החזקה במספר נכסי נדל"ן מניב.

להערכת מידורג, לעמידר יכולת מוגבלת להשפיע על מצבה העסקי והפיננסי, אשר כרוך במידה רבה במדיניות הממשלה ומשרד הבינוי והשיכון בתוכה, אשר מתווים את תחומי הפעילות של החברה, את תקציביה ואת אופן פעילותה. כ-95% מהכנסות החברה נובעות מהסכמי הניהול עם משרדי הממשלה (משרד הבינוי והשיכון, רשות מקרקעי ישראל ומשרד העלייה והקליטה). ההשפעה של גורמים אקסוגניים על פעילות החברה מועטה אף היא. רוב רובה של הפעילות אינו מתקיים בשוק חופשי והפרמטרים העיקריים המשפיעים על מיצובה העסקי (כגון מספר הדירות בניהולה, טיב השירות והתחזוקה) נגזרים במידה רבה מהתנאים בהסכמי הניהול. ההכרה בחברה כזרוע ביצוע של משרד הבינוי והשיכון (לעניין התקשרות בהסכם הניהול בפטור ממכרז) והסכמי הניהול הרציפים מול המשרד מאז שנת 2003 מחזקים את הצפי להמשך רצף הסכמי הניהול גם בעתיד.

### המקור לשירות אגרות החוב הינו תשלומי המדינה לעמידר בהתאם להסכם גיוס החוב

תכליתו של הסכם גיוס החוב היא ליישם את מדיניות הממשלה להגדלת מאגר הדיור הציבורי ולממן זאת באמצעות גיוס ציבורי של אגרות חוב, תוך שהמדינה מעמידה את התקציב הנדרש לשם החזר אגרות החוב לפי לוח הסילוקין, ואילו עמידר משמשת כלי בידי המדינה לגיוס החוב ופרעונו. באמצעות ההסכם, המדינה פורסת את תקציב רכישת הדירות על פני 10 שנים כאורך חיי אגרות החוב. בהסכם גיוס החוב מתחייבת עמידר בפני המדינה כי כספי גיוס אגרות החוב יופנו למטרות הבאות בלבד: 1. כיסוי הוצאות ההנפקה של אגרות החוב ותשלום ריבית בגין אגרות החוב. 2. רכישת דירות למאגר הדיור הציבורי לרבות תשלום עמלות לחברה והוצאות הכרוכות ברכישת הדירות. עמידר מתחייבת להשלים את רכישת הדירות עד לתום שנת 2019 ולהעביר את הדירות לבעלות המדינה לשיעורין, בהתאם לקצב קבלת תשלומי המדינה עבור קרן אגרות החוב.

הסכם גיוס החוב קובע כי רכישת הדירות על ידי עמידר, תמורת עמלות שנקבעו בהסכם, תתבצע על פי כללים וקריטריונים שקבעה המדינה, ובאמצעות מנגנון ביצוע ודיווח פרטני שנקבע בהסכם (ואשר דומה במהותו למנגנון הקיים לרכישה השוטפת של דירות בידי עמידר). לצורך הבטחת התחייבויותיה בהסכם גיוס החוב, תעמיד החברה למדינה ערבות בנקאית אוטונומית בסך 5.0 מיליון ש"ח. כמו כן ההסכם קובע מנגנון לישוב סכסוכים ומחלוקות שתתגלענה בין עמידר למדינה במסגרת ההסכם. הסכם גיוס החוב קובע כי המדינה תעביר לעמידר תשלומים לצורך שירות קרן אגרות החוב (עד לסכום 1.0 מיליארד ש"ח) בהתאם למועדי התשלום בלוח הסילוקין (ומבעוד מועד) ובנוסף, נקבע בהסכם כי חלק מתמורת גיוס אגרות החוב תיועד מראש לתשלום הריבית והוצאות ההנפקה.

<sup>3</sup> על פי נתוני הוועדה למלחמה בעוני בישראל, מתוך דוח ועדת המשנה לענייני דיור, יוני 2014.

<sup>4</sup> אשר לדירות שהוחכרו לחברה, קיימת אי-הסכמה בין החברה לבין ממשלת ישראל בקשר עם זהות הבעלים על נכסים אלה. לצד זאת, החברה מבהירה כי לא קיימת מחלוקת בין החברה לבין ממשלת ישראל ביחס לזכותה של המדינה לקבל את תמורת דמי השכירות ו/או את התמורה ממכירת דירות, וזאת כל עוד הסכם הניהול עומד בתוקפו.

כפי שנגזר מהסכם גיוס החוב, שירותי אגרות החוב אינו נתון לתזרימי המזומנים השוטפים של עמידר ואינו חשוף באופן ישיר למצבה העסקי והפיננסי, אלא שהוא שורין כסעף נפרד בתקציב המדינה ומעבר לתקציב השוטף המיועד לפעילות הדיור הציבורי. מידרוג מדגישה עם זאת כי הסכם גיוס החוב אינו מעמיד ערבות מדינה לטובת מחזיקי אגרות החוב או התחייבות לתשלום אגרות החוב מהמדינה כלפי מחזיקי אגרות החוב. כמו כן, הסכם גיוס החוב אינו קובע מנגנון אשר מבודד את תשלומי המדינה שיועברו לעמידר לצורך שירותי אגרות החוב מפני מצבה של עמידר, ואלו נותרים חשופים בתרחיש בו עמידר תעמוד בכשל פרעון.

מידרוג מעריכה כי הממשלה עשויה בסבירות גבוהה למנוע כשל פרעון של עמידר בשל זהות יעדים קרובה ובשל הפרופיל הציבורי והפוליטי הגבוה של תחום הדיור הציבורי כמפורט להלן. כמו כן עמידר מנהלת היקף לא מבוטל של נכסי הדיור הציבורי, לרבות דירות דיור הקבע שבמחלוקת ובעתיד, גם חלק מהדירות שייכנסו מכספי גיוס אגרות החוב. נציין עוד כי כל נכסיה של עמידר משועבדים בשעבוד שוטף כללי לטובת המדינה. זאת ועוד, החברה מדגישה במסגרת תשקיף ההנפקה כי אין בשינוי מחויבות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב מכל סיבה שהיא ולרבות בשל התקיימות עילות לפרעון מיידי כדי לשנות את התחייבות המדינה להעמיד כספים לחברה לצורך תשלום אגרות החוב.

### **בשל זהות היעדים הקרובה, ועל אף חשיבות כלכלית שאינה גבוהה, מידרוג מעריכה בסבירות גבוהה מאוד כי ממשלת ישראל תתמוך בהתחייבויותיה של עמידר ותעמיד אותן בשורה אחת עם יתר התחייבויות המדינה**

להערכת מידרוג, זהות המדיניות והיעדים בין עמידר לבין המדינה הנה גבוהה מאוד, ומקבלת ביטוי הן בפעילותה השוטפת של עמידר כזרוע ביצוע של הממשלה לניהול מאגר הדיור הציבורי והן במסגרת ההתקשרות המדינה עם עמידר בהסכם גיוס החוב ותכליתו של הסכם זה כמתואר לעיל. הזיקה הגבוהה בין מדינת ישראל לבין עמידר מתבטאת במעורבות הגבוהה של המדינה בהתוויית פעילותה של עמידר במכלול רבדיה, ובהשפעה המכריעה שיש למדינה על מצבה העסקי והפיננסי של עמידר, הניזונים בעיקר מהסכמי ניהול הנכסים מול המדינה. ממשלת ישראל, בתפקידה כרגולטור בתחום הדיור הציבורי, מתווה עבור עמידר באמצעות הסכמי הניהול את תחומי פעילותה והיקפם, את הפרוצדורות והדרכים בהן פועלת החברה, את טיב והיקף ההשקעות ההוניות ובמידה רבה גם את רוחיותה. בכובעה כבעלים (וככלל חברה ממשלתית), מעורבת מדינת ישראל בהתוויית אסטרטגיית הפעילות של עמידר ובבחירת הנהלת החברה והדירקטוריון.

על בסיס הזיקה הגבוהה בין עמידר למדינה וזהות היעדים ביניהן, מידרוג מעריכה בסבירות גבוהה כי הימנעות מתמיכה בעמידר בעת הצורך או העדפת התחייבויותיה של הממשלה על פני התחייבויות עמידר בעת הצורך, עלולות להוביל לנזק תדמיתי משמעותי עבור המדינה.

להערכת מידרוג, החשיבות הכלכלית והחיוניות של עמידר עבור מדינת ישראל ואזרחיה הינה נמוכה יחסית וכשלעצמה אינה מסבירה את הערכתנו לתמיכה ממשלתית גבוהה בעמידר. יחד עם זאת, למרות שתחום הדיור הציבורי נוגע לפלח מצומצם באוכלוסייה, מידרוג מעריכה כי הפרופיל הציבורי והפוליטי של תחום זה גבוה מאוד ופגיעה מהותית במערך השירות לדיור הציבורי או בנכסי הדיור הציבורי תגרור תגובה ציבורית רחבה.

במקביל להערכת הנכונות הגבוהה של המדינה לתמיכה בעמידר, מידרוג מעריכה את מידת החוזק הפיסקלי והמוסדי של מדינת ישראל כגבוהה ביותר, מה שמחזק אף הוא את הסתברות התמיכה בעמידר. ככל שתחול הרעה במצבה הכלכלי של המדינה, והמדינה תהיה נתונה תחת לחץ כלכלי גבוה, גדל הסיכון כי המדינה תעדיף את התחייבויותיה שלה על פני תמיכה בחברה. יש לציין כי בשנים האחרונות עמידר לא גייסה התחייבויות פיננסיות וכי טרם הוכחה נכונות המדינה לתמוך בהתחייבויותיה של עמידר.

### **טרק רקורד ממושך בניהול מאגר הדיור הציבורי**

עמידר הוקמה בשנת 1949 במטרה לממש את מדיניות הממשלה בתחום הדיור הציבורי בישראל. עמידר מנהלת דיור ציבורי בישראל מזה שנים ארוכות ובשנת 2014 הוכרה כזרוע ביצוע של הממשלה בתחום זה. ניהול דירות הדיור הציבורי על ידי עמידר נעשה מכוח הסכם ניהול בין החברה לבין ממשלת ישראל אשר מסדיר את מערכת היחסים בנוגע לניהול הנכסים, השירותים שיינתנו על ידי החברה ומערכת התשלומים בין החברה למשרדי הממשלה. ביום 18.09.2017 נחתם הסכם ניהול חדש בין החברה לממשלה אשר נכנס לתוקף החל מיום 01.01.2018 לתקופה של חמש שנים, והחליף הסכם ניהול קודם משנת 2012. הסכמי הניהול בין החברה לממשלה מתחדשים מאז שנת 2003. לפי דברי החברה, היא לא נדרשה בשנים האחרונות לתשלום קנסות בגין הפרת הסכמי הניהול.

בשנים האחרונות שימשה עמידר גם זרוע עיקרית לרכישת דירות למאגר הדיור הציבורי, בהיקף שהלם את המקורות שנצברו בקרן הייעודית (שמקורה בכספים שנצברו לאורך השנים ממכירת דירות לזכאים) וכן בתוספת תקציבית מסוימת. לפי נתוני משרד הבינוי והשיכון<sup>5</sup>, מאז חוקק מחדש חוק הדיור הציבורי ועד לשנת 2017 (ובעיקר בשנים 2015-2017) רכש המשרד כ-1,300 דירות למאגר, מעל 800 מהן נרכשו על ידי עמידר. יתר הדירות נרכשו בידי חברות משכנות אחרות וכן בידי חברה פרטית חיצונית בשנים מסוימות. למרות מעמדה החזק בתחום, פעילותה של עמידר בניהול הדיור הציבורי אינה ייחודית וקיימים לה תחליפים מצד עסקים פרטיים. ההחלטה לפעול באמצעות חברה בבעלות ממשלתית חלף פעולה ישירה מול חברות פרטיות נובעת להערכתה של מידרוג, בעיקר בשל הרגישות הציבורית הגבוהה לתחום הדיור הציבורי, והפרופיל הפוליטי הגבוה של מדיניות הממשלה בתחום.

עמידר מחזיקה מערך עובדים ומערך סניפים התומך בניהול הדיור הציבורי. פעילות החברה כוללת 14 מרכזי שירות בפריסה ארצית המאורגנים בשלושה מחוזות, מרכז שירותי טלפוני ומערך תפעול ותחזוקה. עמידר מעסיקה כ-470 עובדים (נכון ליום 30.09.2017) ובנוסף מתקשרת עם יועצים חיצוניים וקבלני שירותים וכוח אדם.

הכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 הסתכמו בכ- 285 מיליון ₪ ובהשוואה לכ- 306 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. כ- 70% מהכנסות החברה נבעו מהסכם הניהול מול מדינת ישראל והיתר הכנסות ממנהל מקרקעי ישראל והכנסות אחרות. הירידה בהכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 נבעה מירידה בפעילות שיפוץ דירות שכנגדה רושמת החברה בהכנסותיה החזר הוצאות ישיר מהמדינה וכן בשל ירידה בכמות הדירות שנמכרה ובעמלות הנגזרות מכך. הרווח התפעולי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 הסתכם בכ- 13 מיליון ₪ בהשוואה ל כ-24 מיליון ₪ בתקופה המקבילה, בעיקר עקב הירידה בהכנסות מעמלות המכירה. הסכם הניהול הקודם הניב לחברה הפסדים שוטפים בשנים האחרונות, בשל הירידה בהיקף הדירות בניהול החברה (כפועל יוצא בעיקר של הצמצום במאגר הדירות הציבורי) ומבנה העמלות בהסכם, ולצד מרכיב גבוה של הוצאות קבועות בפעילותה של עמידר. הפסדים אלו פוצו מצד הרווח בתחום ניהול נכסי רשות הפיתוח וניהול נכסים שונים עבור משרד העלייה והקליטה ומשרד הבינוי והשיכון. בשנים 2015-2017 השלימה החברה תכנית לפרויקט מוקדמת של כ-120 עובדים במסגרת מהלכי התייעלות וכן נערך שינוי ארגוני במערך השירות והתפעולי בחברה. כמו כן החברה מעריכה כי להסכם הניהול החדש מול מדינת ישראל בתחום דיור הקבע עשויה להיות השפעה חיובית על תוצאותיה הכספיות בשנת 2018 ואילך.

יתרת המזומנים והשקעות לז"ק של החברה (מאוחד) הסתכמו בכ- 242 מיליון ₪ ליום 30.09.2017. בנוסף לחברה השקעות פיננסיות לז"א העומדות כנגד התחייבויות החברה לתשלום פנסיה מוקדמת והטבות נוספות לעובדים שפרשו (כ-97 מיליון ₪ ליום 30.09.2017) והתחייבויות נוספות כגון פיקדונות דיירים ורישום של דירות פרזות. להערכת מידרוג יתרות הנזילות של החברה צפויות לשמש בחלקן להשקעה בשיפוץ דירות ולהשקעה בתחום התחדשות עירונית.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הפחתת מידת הסבירות שמידרוג מקנה לתמיכת המדינה בעמידר
- היחלשות הזיקה והתלות ביחסים בין עמידר המדינה, לרבות שינוי במבנה הבעלות בחברה, וכן שינוי לרעה בתנאי הסכמי הניהול או ביטול הסכמי הניהול של החברה עם הממשלה
- שינוי לרעה בהתנהלות עמידר במידה שתוביל להפרת הסכמים מול ממשלת ישראל
- הרחבת מינוף החברה מעבר להיקף החוב שנקבע במסגרת הסכם הגיוס החוב ושלא בתנאים דומים לתנאי אגרות החוב

<sup>5</sup> מתוך פרסומי משרד הבינוי והשיכון באתר האינטרנט בקישור:

[https://www.gov.il/he/Departments/ministry\\_of\\_construction\\_and\\_housing](https://www.gov.il/he/Departments/ministry_of_construction_and_housing)

## דוחות קשורים

[דירוג מנפיק קשור למדינה - דוח מתודולוגי, ינואר 2018](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

19.02.2018

תאריך דוח הדירוג:

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

שם יוזם הדירוג:

עמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.



## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>