

דרך ארץ הייוויז קטע 18 (2007) בע"מ

Aa3	דירוג החוב הבכיר
-----	------------------

מידרוג מדרגת בדירוג Aa3 את החוב הבכיר של פרויקט קטע 18 בסכום של עד כ-643 מ' ש"ח (בערכים צמודים למדד דצמבר 2006) אשר עומד לפירעון בתשלומים חצי שנתיים בין השנים 2011-2027. הדירוג מתבסס על תחזית התנועה של SDG (SDG Base Case) אשר מבוסס על נתוני תנועה בפועל בכביש 6 ובפרט בקטע עירון-בקעה. כל שינוי בתחזיות או בפרמטרים עליהם מתבסס המודל הפיננסי יביאו לבחינה מחדש של הדירוג.

תיאור כללי

ביום 12 לחודש ינואר 2006 נחתמה התוספת השניה להסכם הזיכיון בין ממשלת ישראל לבין חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ (להלן "בעל הזיכיון" או "דרך ארץ"), חברה בבעלות של אפריקה ישראל (37.5%), שיכון ובינוי אחזקות (37.5%) ו- Canadian Highways Investment Corp. ("CHIC" (להלן "CHIC") (25%). התוספת להסכם הזיכיון הינה בהתאם לסעיף 3א לחוק האגרה אשר על פיו רשאים שר האוצר ושר התחבורה להחליט כי קטע נוסף של כביש ארצי לישראל שלגביו הוחלט כי יהיה כביש אגרה, יכלל בחוזה זיכיון שנחתם עם בעל הזיכיון שנבחר לקטע המרכזי. הסכם זה הינו הסכם BOT, ועל פיו מקבל על עצמו בעל הזיכיון לממן, לבנות, להפעיל, ולתחזק את כביש האגרה/קטע 18 לתקופה שתסתיים עם סיום תקופת הזיכיון של חוזה הקטע המרכזי ביולי 2029. בעל הזיכיון יהא זכאי לגבות ולקבל אגרה בגובה 3.525 ₪ (נכון למחירי ספטמבר 2005) עבור נסיעות בכביש האגרה/קטע 18 תוך סיוע של המדינה באמצעות הבטחת יעד נסיעות תחתון.

התקופה הכוללת של הזיכיון הינה מיום הסגירה הפיננסית ועד יולי 2029 כאשר תקופת הבניה תארך כ- 33 חודשים על פי הסכם הזיכיון.

לוח הזמנים המתוכנן:

ינואר 2006	חתימה על חוזה הזיכיון
יוני 2007	סגירה פיננסית
מרץ 2010	השלמת בניה
אפריל 2010	תחילת הפעלה
יולי 2029	סיום חוזה הזיכיון

מחברים:

אביטל איגנר
ראש צוות

a.ignar@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 20.6.2006. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

תיאור תחבורתי תפעולי

קטע 18 הינו קטע באורך של כ-18 ק"מ המשתרעים ממחלף עירון בדרום (כביש 65) ועד מחלף עין תות בצפון (כביש 70). קטע 18 הינו המשכו הצפוני של הקטע המרכזי ומיועד לחבר בין ואדי מילק לואדי ערה ולהקטין את התלות בכביש 65 כחלופת נסיעה בצפון.



המערכת ההסכמית

הסכם הזיכיון: חוזה הזיכיון המורחב אשר כולל את התוספת השניה להסכם הזיכיון – קטע 18, בין המדינה לבין בעל הזיכיון.

הסכם הקמה: בין, חברת קטע 18 לבין קבלן ההקמה, CJV בבעלות דניה סיבוס (50%), סולל בונה (50%) ההסכם הינו על בסיס Turnkey במחיר קבוע.

הסכם הפעלה ותחזוקה: בין בעל הזיכיון לבין המפעיל בו מתחייב המפעיל להפעיל ולתחזק את הכביש. חברת ההפעלה והאחזקה הינה חברה שחלקה בבעלות בעלי השליטה בזכיון – CHIC Israel (בבעלות Aecon ודור אלון) (51%), אפריקה ישראל (24.5%) ושיכון ובינוי (24.5%).

מסמכי אשראי: בין חברת קטע 18 למלווים. ה-Arranger של ההלוואה הינו בנק הפועלים.

תיאור בעל הזיכיון

בעל הזיכיון הינה חברת דרך ארץ הייוזי בע"מ המוחזקת על ידי אפריקה ישראל (37.5%), שיכון ובינוי אחזקות (37.5%) ו-CHIC (25%) והיא בעלת הזיכיון בקטע המרכזי.

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות נדל"ן הפועלת בישראל ובחו"ל ישירות ובאמצעות חברות בנות, ואחת מחברות הנדל"ן הגדולות בישראל. עיקר פעילותה הוא ביזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב למסחר ולמשרדים. החברה פועלת בתחומי הקבלנות והתשתיות באמצעות דניה סיבוס אשר בשליטתה (73.4%). אפריקה ישראל להשקעות בע"מ מדורגת על ידי מידרוג בדירוג Aa2.

שיכון ובינוי אחזקות בע"מ – חברת החזקות אשר עוסקת בביצוע עבודות סלילה ותשתית - בארץ באמצעות החברות סולל בונה בנין ותשתית בע"מ ובחול"ל באמצעות סולל בונה ארצות חוץ בע"מ אשר עוסקות בסלילת כבישים, בניית גשרים, רכבות ומנהרות ועבודות תשתית שונות (מים, ניקוז, ביוב וכו'). בנוסף, פועלת שיכון ובינוי אחזקות בתחום יזמות בניה ומכירת מקרקעין בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת באמצעות שיכון עובדים בע"מ. תחומי פעילות נוספים כוללים: ביצוע פרויקטים קבלנים גדולים בתחום בניה למגורים ושלא למגורים - באמצעות סו"ב וסו"ב חוץ; קבלנות אלקטרומכנית (ביצוע עבודות אינסטלציה, חשמל וביוב); ייצור חומרי גלם לענף הבניה והחזקה.

בנוסף, מחזיקה החברה ב-3 השקעות מהותיות: 37.5% מהזכויות בהצבעה של חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ 50% ממניות תעשיית אבן וסיד בע"מ העוסקת בייצור חומרי מחצבה וחול"ל נוספים לענף הבניה; 45% ממניות קבוצת כרמלטון בע"מ (להלן: "כרמלטון") בעלת הזיכיון להקמה והפעלה של פרויקט "מנהרות הכרמל" בחיפה.

שיכון ובינוי אחזקות מדורגת על ידי מידרוג בדירוג A2.

AECON חברת האם המחזיקה בחברת CHIC – Aecon הינה חברת תשתיות ובניה הציבורית הגדולה ביותר בקנדה וותיקה ביותר (כ-100 שנות ניסיון). Aecon מספקת שירותי תכנון, בניה, הפעלה, מימון רכישה ופיתוח לחברות פרטיות וממשלתיות. פורטפוליו הפרויקטים של החברה כולל את כביש מהיר 407 בקנדה, וה-CN Tower בטורנטו, בנייני טרמינל נוסעים בערים מרכזיות בקנדה כמו טורונטו ומונטריאול. ל-Aecon שלושה תחומי פעילות עיקריים – הקמת בניינים כגון מוסדות חינוך, טרמינל נוסעים בקנדה וארה"ב. תעשייה – הקמת מבנים בתחום הנפט והגז. תחום התשתיות – הקמת כבישים, פרויקטים של תחבורה, מנהרות, פרויקטים הידרו אלקטריים. תחום הזכויות - פיתוח, הפעלה ומימון של פרויקטים של BOT, PPP, PFI. בתחום זה החברה מתרכזת בעיקר בתחום ההפעלה, ניהול ותחזוקה של פרויקטים תחבורתיים ופרויקטים של תשתיות.

תמצית הסכם הזיכיון

הסכם הזיכיון הינו הסכם BOT אשר בו המדינה מעניקה זיכיון לבנות (בכפוף לעבודות בניה שיבוצעו על ידי המדינה) להפעיל ולתחזק את כביש האגרה/קטע 18 ובעל הזיכיון יהיה זכאי לגבות ולקבל אגרה עבור נסיעות בכביש האגרה/קטע 18. תכנון הכביש יתבצע על ידי המדינה למעט תכנון מערכת האגרה.

פעילות באמצעות חברת בת יעודית – חברת קטע 18

בעל הזיכיון ייסד חברת בת, SPC בשליטתו ובעלותו הבלעדית ויבצע את התחייבויותיו כלפי המדינה על פי החוזה באמצעות חברת קטע 18. לא ניתן להעביר או לשעבד את המניות המונפקות של חברת קטע 18 אלא בהסכמת המדינה.

הכללת כביש האגרה/קטע 18 בחוזה הזיכיון

יוטלו על בעל הזיכיון (וחברת קטע 18) לגבי קטע 18 כל ההתחייבויות ויוקנו לו כל הזכויות המוטלות עליו או המוקנות לו על פי חוזה הזיכיון לגבי הקטע המרכזי.

ערבויות

הזכיין יעמיד ערבויות למדינה בסכומים להלן (אשר צמודים למדד בחודשים שונים בשנת 2005):

- **ערבות ביניים** בסך של 9.6 מ' ש"ח עד למועד הסגירה הפיננסית. ערבות זו תיחשב כערבות נוספת לערבות קטע 18 וכחלק בלתי נפרד ממנה גם לאחר הסגירה הפיננסית.
- **ערבות קטע 18** - בסך של 70 מ' ש"ח. בתום 60 יום ממועד מתן תעודת הגמר, יפחת סכום הערבות ל-50 מ' ש"ח.

- **ערבות מתמדת קטע 18** - בסכום של 31 מ' ש"ח שתומצא כנגד מסירה של תעודת הגמר. ערבות להבטחת זכויות המדינה בקשר לקיום ההתחייבויות של בעל הזיכיון וחברת קטע 18 כלפי המדינה על פי חוזה הזיכיון בקשר לקטע 18. הערבות תחודש מידי שנה במלוא סך הערבות המתמדת גם אם קודם לכן מומשה כולה או חלקה. תוקף הערבות עד סוף תקופת הזיכיון.
- **הערבות המתמדת עד לסכום מקסימלי שלא יעלה על 10%** מסכום הערבות המתמדת של הקטע המרכזי, תשמש עד לתום 60 יום מהשלמת הבניה של קטע 18 ותעמוד להבטחת זכויות המדינה בקשר לקיום התחייבויות בעל הזיכיון וחברת קטע 18 כלפי המדינה.
- **ערבות לתחזוקה בתום תקופת הזיכיון** – בעל הזיכיון צריך להמציא למדינה לא יאוחר מחמש שנים לפני תום תקופת הזיכיון ערבות בנקאית אוטונומית ובלתי מותנית לטובת המדינה להבטחת תחזוקתו של כביש האגרה עד לסוף תקופת הזיכיון, שתשאר תקפה עד שלוש שנים לאחר סיום חוזה הזיכיון. סכום הערבות יעמוד על הסכום שהוצא על ידי בעל הזיכיון בגין תחזוקת הכביש במשך חמש שנים שקדמו לשנת הוצאות הערבות ובכל מקרה בסכום שאינו נמוך מ-15% מההכנסה השנתית בפועל בשנה שקדמה למועד הוצאת ערבות התחזוקה.

בגין הפרה של התחייבות, המדינה תהיה רשאית לממש את הערבויות הבנקאיות או הערבות המתמדת, לתבוע פיצוי כספי מבעל הזיכיון ו/או בעלי מניותיו ו/או בעלי השליטה בבעלי המניות ולהעביר את הכספים שימומשו לידי המדינה ו/או לממש כל בטוחה אחרת שניתנה על פי חוזה הזיכיון ו/או לקזז את סכום הפיצוי מכל תשלום שמדינה חבה לבעל הזיכיון במסגרת הסיוע הממשלתי. כל זאת בכפוף למפורט בהסכם הזיכיון ולתוספת להסכם הזיכיון.

הסיוע הממשלתי

המדינה תסייע לבעל הזיכיון בפרויקט קטע 18 באמצעות:

- הבטחת יעד הנסיעות התחתון אשר נקבע כיעד נסיעות המקביל להחזר של 120 מ' דולר בריבית בסיסית עם מרווח של 1% ובתוספת 4 מ' ש"ח הוצאות הפעלה. סכום זה הינו נמוך מהחזר החוב הבכיר.
- מסירת אתר קטע 18 וביצוע עבודות המדינה אשר מרגע המסירה ייחשבו כאילו נעשו על ידי בעל הזיכיון. עיכוב במסירת העבודות אשר יגרום לדחייה של המועד האחרון להשלמת הבניה ביותר מ-54 חודשים ממועד החתימה על התיקון לתוספת לחוזה הזיכיון, פברואר 2007 – בעל הזיכיון יהיה זכאי לסיים את חוזה הזיכיון של קטע 18.
- מתן מענק מדינה בסך של 10 מ' דולר (בארבעה תשלומים שווים במהלך ההקמה ובמועד מסירת תעודת הגמר לקבלן), בניכוי תשלום למדינה בגין הגנה על ריבית הבסיס.
- פינוי תשתיות
- ויתור על זכויותיה של המדינה על פי תעודות השתתפות לגבי החזרי קרן וריבית של ההלוואות הנחותות אשר יממנו את קטע 18.
- לא תחול על אף אחד מהצדדים החובה לבצע הרחבה של קטע 18. לבעל הזיכיון לא תהיה החובה לממן הרחבות בקטע 18.

מפרטי הביצוע ובניית קטע 18

מפרטי הביצוע הינם מפרטי הביצוע של הקטע המרכזי (בכפוף לשינויים שיתבצעו על ידי המדינה).

תקופת ההקמה

בעל הזיכיון מתחייב להשלים את בניית פרויקט קטע 18 ולקבל תעודת גמר לא יאוחר מאשר עד תום 33 חודשים מהמאוחר מבין מועד חתימת התוספת, מועד התוקף או מועד בו נמסר חלק של האתר במצב המאפשר להתחיל בעבודות הבניה.

אגרות בגין שימוש בכביש האגרה/קטע 18

הטלת האגרה וגבייתה תהיה בהתאם להוראות חוק האגרה. בעל הזיכיון יגרום לכך שחברת קטע 18 תקיים הנהלת ספרים וחשבונות נפרדת כמשק סגור. ככל הנוגע למשתמשים בכביש האגרה, יראו את כביש האגרה קטע 18 ואת כביש האגרה הקטע המרכזי ככביש אגרה אחד. לבעל הזיכיון האחריות הבלעדית להתקנה, הפעלה ותחזוקה של מערכת האגרה וכן לאכיפה של גביית האגרה. כל ההוצאות הקשורות בגביה יחולו על בעל הזיכיון.

הפעלה, תחזוקה ובטיחות של כביש האגרה/קטע 18

המפעיל הינו ישות משפטית נפרדת מבעל הזיכיון. לפחות 50% מן התמורה של המפעיל תהיה תלויה בהיקף התנועה על הכביש.

במשך תקופת הזיכיון יהיה בעל הזיכיון חייב להפעיל ולתחזק את קטע 18 בהתאם להסכם ההפעלה והתחזוקה המורחב. הערבות המתמדת תשמש להבטחת תחזוקת הקטע המרכזי ותחזוקת קטע 18. הפרות בתחזוקת הכביש ימנעו תשלומים עד לתיקון הליקויים והרשות הממונה תהיה רשאית לממש את הערבות המתמדת לצורך ביצוע הפעולות הנדרשות.

במקרה של הפרה מצד המפעיל שלא תוקנה במועד הרשות הממונה תוכל לדרוש שבעל הזיכיון יסיים את הסכם ההפעלה והתחזוקה ובעל הזיכיון ימנה במקומו מפעיל אחר.

ביטוח

ביטוח בתקופת ההקמה

- ביטוח אחריות צד ג'
- ביטוח עבודות קבלניות All Risk
- עיכוב בהשלמת הבניה
- ביטוח אחריות מעבידים
- ביטוח ציוד הקבלן
- ביטוחים אחרים הנדרשים על פי הסכמי המימון /קטע 18 או על פי הנהוג לגבי פרויקטים דומים בישראל

ביטוח בתקופת ההפעלה

בעל הזיכיון יבטח את כביש האגרה כולל נספחיו כולל ביטוח רכוש וגוף, ביטוח כנגד הפרעה לפעולות השוטפות, ביטוח אחריות צד ג' וביטוח אחריות מעביד. ביטוחים אלה לביטוחים המחויבים בקטע המרכזי בהיקפים וכיסויים שלא יפחתו מתנאי הביטוחים הנדרשים בנוגע לקטע המרכזי.

השפעת אירועי כח עליון

כח עליון כהגדרתו בחוזה הזיכיון של הקטע המרכזי:

כל אירוע שאינו בשליטה הסבירה של המדינה או של בעל הזיכיון, המהווה נסיבה חריגה ובלתי צפויה, לרבות מלחמה ופעולות טרור, אשר למרות הנקיטה בשקידה ראויה, אין הצד הנפגע יכול למנוע, להגביל או להקטין ואשר: א. מעכב באופן משמעותי את לוחות הזמנים להשלמת כל הכביש או חלק מהותי ממנו או ב. גרם לנזק פיזי מהותי ובלתי ניתן למניעה או הרס את כל הכביש או חלק מהותי ממנו או ג. מפריע באופן מהותי להפעלה המלאה והתקינה של כל הכביש או חלק מהותי ממנו

האירועים הנ"ל אינם מהווים כח עליון:

1. מחסור בחומרים ובעובדים למעט מחסור כללי ארצי שהוכרז בצו ממשלתי

2. שביתות, סכסוכי עבודה, השבתות, חרם שנקטו כנגד בעל הזיכיון, הקבלן, המפעיל או קבלני המשנה שלהם גרמו להיווצרותם.
3. מזג אוויר קשה והפרעות מהותיות אחרות אשר ראוי לצפותן מראש.
4. תנאים פיזיים או מכשולים (על הקרקע או מתחתיה) שנתגלו במהלך עבודות הבניה או באופן אחר.
5. השעיה, סיום, הפרעה סירוב ליתן או המנעות מהשגה או מחידוש כל היתר, רישיון או אישור הדרושים לביצוע התחייבויותיו של בעל הזיכיון על פי חוזה הזיכיון
6. כל אירוע אשר מכוסה בביטוח או אשר בעל הזיכיון היה חייב לבטחו בפוליסת ביטוח בסכום שיש בו לכסות לפחות 80% מעלות כינון הנזק.
7. כל אירוע אחר שתוצאותיו מוסדרות בחוזה הזיכיון שאלמלא כן, היה עשוי להוות כח עליון.

אם אירוע כח עליון ימנע ביצוע של התחייבויותיו של צד כלשהו, הצד הטוען לכח עליון יהיה משוחרר מאותו חלק של הביצוע שנמנע כתוצאה מכך. אך לא שחררו את הצד הטוען לאירוע כח עליון מביצוע ההתחייבויות אשר קדמו להתרחשות כח עליון או שאינן מושפעות מאירוע כח עליון. אירוע כח עליון שקרה לאחר השלמת הבניה בקטע 18, יהיה בעל הזיכיון זכאי כל עוד לא בוטל חוזה הזיכיון להבטחת הפדיון באותו חלק של הכביש אשר לגביו לא נגרם כח עליון.

ביטול חוזה הזיכיון

1. אירועי כח עליון

בקרות אירוע המוגדר ככח עליון, אם התרחש אירוע אחד או יותר :

בתקופת ההקמה במשך לפחות תשעה חודשים במצטבר ולא תהיה אפשרות להשלמת הבניה, או לאחר השלמת הבניה שבמהלכם הפעלת הפרויקט על כל חלקיו יהיו בלתי אפשריים. לאחר תקופת ההקמה יחשב כח עליון בקרות ארוע אחד או יותר לתקופה רצופה של תשעה חודשים.

אז כל צד זכאי לסיים את חוזה הזיכיון לאחר מתן הודעה מוקדמת בכתב של 60 יום.

השפעה צולבת של אירועי כח עליון

במקרה של אירוע כח עליון בקטע המרכזי אשר יביא לידי סיום של חוזה הזיכיון המרכזי, יביא גם לסיומו של קטע 18.

אירוע כח עליון בקטע 18 בלבד אשר יביא לסיום חוזה הזיכיון של קטע 18, לא יגרור סיום של חוזה הזיכיון המורחב.

עם סיום חוזה הזיכיון בגין כח עליון, המדינה יכולה להחליט : 1. לפרוע את כל הסכומים שאותם חייב בעל הזיכיון למממנים לפי הסכמי המימון. או 2. תיטול על עצמה את התחייבויות התשלום של בעל הזיכיון למממנים על פי הסכמי המימון שאושרו ובמקרה כזה, כל הבטחונות שניתנו למממנים יומחו למדינה והמדינה תבצע את יתרת תשלומי הקרן והריבית בהתאם למועדי החזרי התשלומים המקוריים שבכל הסכם מימון.

2. סיום חוזה הזיכיון המורחב בהתייחס לקטע 18 בלבד מחמת היקף תנועה נמוך

אם יתברר כי במשך שנתיים רצופות החל משלוש שנים מתאריך תעודת הגמר נפל היקף תנועת כלי הרכב בקטע 18 מ-75% מהיקף התנועה המהווה את יעד הנסיעות התחתון (בכל אחת מהשנים) אז המדינה תהיה זכאית לסיים את חוזה הזיכיון המורחב בהתייחס לקטע 18 בלבד.

הפרה של בעל הזיכיון/קטע 18

- הוגשה לבית משפט בקשה לכינוס נכסים, פירוק או ארגון מחדש של בעל הזיכיון שלא בוטלה אחרי 45 יום, או שנתמנה לבעל הזיכיון כונס נכסים, מפרק או במקרה של חדלות פירעון של בעל הזיכיון.
- הליכים של פירוק מרצון של בעל הזיכיון
- בעל הזיכיון לא עמד בהשלמת הבניה עד למועד שנקבע
- בעל הזיכיון הפסיק לבנות את הפרויקט או להפעיל או לתחזק
- בעל הזיכיון לא עמד בתשלום חובותיו למדינה או לרשות הממונה בסך מצטבר של לפחות 10 מ' ש, או שהממנים העמידו לפרעון מידי הלוואה (בכירה או נחותה) בסכום שאינו נמוך מסכום זה.
- אחד או יותר מבעלי המניות לא עמדו בהתחייבות על פי הסכם בעלי המניות ובכלל זה להשקיע הון בסכומים שנקבעו בהסכם.
- הפרה של המצגים, אי מתן ערבויות, אי המצאת הסכמים ומסמכים, ביצוע סגירה פיננסית ומינוי מומחה בלתי תלוי.
- שימוש באתר שלא למטרת ביצוע הפרויקט
- הפרה של התחייבויות על פי אישור חברת קטע 18.
- אי חידוש ערבות או בטוחה כלשהי אשר התחייב להמציאה או לחדשה או שפג תוקפה, פקיעת בטוחה (מלאה או חלקית).
- הפרה יסודית ביחס לחיובים המוטלים על בעל הזיכיון בקשר לכביש 18 ואשר לא תיקנה במשך 60 יום.

הפרה של בעל הזיכיון בקטע המרכזי:

- בקשה לכינוס נכסים, פירוק או ארגון מחדש של בעל הזיכיון שלא בוטלה תוך 45 יום או שנתמנה לבעל הזיכיון כונס נכסים, מפרק או במקרה של חדלות פירעון.
- נפתחו הליכים של פירוק מרצון של בעל הזיכיון (למעט הליכים לשם מיזוג או שיקום באישור הרשות הממונה)
- אי ביצוע של פעולת הרחבה של הכביש
- הפסקת הפעלת או תחזוקת הכביש ביחס לכל קטע ממנו
- אי עמידה בתשלום חובות בעל הזיכיון למדינה בסך מצטבר של לפחות 10 מ' ש"ח או שהממנים העמידו לפרעון מידי הלוואה על פי הסכמי המימון או הסכמי הלוואה הנחותה שסכומי אינו קטן מ-10 מ' ש"ח.
- בעלי המניות או מי מהם לא עמדו בהתחייבות על פי הסכם בעלי מניות (כולל השקעת ההון)
- אי דיווח על עסקאות בעלי עניין של בעל הזיכיון או חברת הבת שלו במשך יותר מ-6 חודשים.
- אי דיווח על אירוע במשך תקופה העולה על 6 חודשים אשר על פי חוק ניירות ערך מחייב מסירת דיווח מידי
- אי קיום התחייבויותיו של בעל הזיכיון בנוגע למבנה החברה, התחייבות בעלי המניות ובעלי השליטה, הגבלת חבויות, שינוי במבנה ההון של בעל הזיכיון, שימוש באתר, המחאה על ידי בעל הזיכיון, יצירת בטוחה (רק למימון הפרויקט), ערבות בנקאית, התחייבות בעלי המניות ובעל השליטה, ערבות מתמדת.
- אי המצאה או אי חידוש ערבות או בטוחה אשר לה התחייב על פי החוזה, או פג תוקפה של ערבות כלשהי באופן מלא או חלקי ובעל הזיכיון לא גרם לתיקון תוך 60 יום.

- ביצוע הפרה יסודית ביחס לחיוב אחר כלשהו לפי חוזה הזיכיון ושלא תוקנה במשך 60 יום.

הפרת המדינה/קטע 18

הפרה יסודית של המדינה ביחס לחיוב המוטל עליה על פי חוזה הזיכיון המורחב ככל שהוא מתייחס לכביש האגרה/קטע 18 בעל הזיכיון יהיה רשאי לסיים את חוזה הזיכיון בהתייחס רק לקטע 18. אם יסיים בעל הזיכיון את החוזה של קטע 18 בלבד, אז המדינה תהיה רשאית לסיים את החוזה כולו גם בהתייחס לקטע המרכזי. תמורת זאת תתן פיצוי לגבי שני הקטעים.

הפרת המדינה/הקטע המרכזי

הפרה יסודית של המדינה ביחס לחיוב המוטל עליה לפי חוזה הזיכיון אשר נמשכת ולא תוקנה תוך 90 יום. במקרה הזה יוכל לסיים בעל הזיכיון את חוזה הזיכיון ואז תשלם המדינה לזכיון כפיצוי את הגבוה מבין: הון המניות הנפרע לא כולל הלוואות נחותות של בעל הזיכיון עד למועד הסיום בצרוף תשואה ראויה וכן כל הסכומים המגיעים למממנים לפי הסכמי המימון והסכמי ההלוואה הנחותה או לפי בחירת המדינה - התחייבויות התשלום של בעל הזיכיון למממנים או שווי השוק של כביש האגרה.

3. ביטול בתקופת ההקמה

3.1. הפרה של בעל הזיכיון/קטע 18 – המדינה תוכל לסיים את הזיכיון בקטע 18 בלבד ותוכל לגבות את הפיצוי המגיע לה מחברת קטע 18 בלבד. (המדינה יכולה לבחור שלא לסיים את חוזה הזיכיון). פיצויים לבעל הזיכיון לפני השלמת הבנייה – החזר הוצאות סבירות ללא כל רווח ולאחר קיזוז הפיצויים.

3.2. הפרה של המדינה/קטע 18 – הפרה יסודית של המדינה שנמשכה ולא תוקנה במשך 90 יום. בעל הזיכיון לא יוכל לסיים את החוזה לפני השלמת הבניה אלא אם נפסק על ידי בוררות. במקרה שנפסק על ידי בוררות, בעל הזיכיון יהיה רשאי לסיים רק את קטע 18 והמדינה תשלם כפיצוי את הגבוה מבין: 1. סכום השווה להון המניות הנפרע של בעל הזיכיון עד למועד הסיום בצרוף תשואה ראויה + כל הסכומים שמגיעים למממנים או שהמדינה תיקח על עצמה את התחייבויות התשלום של בעל הזיכיון למממנים על פי הסכמי המימון והסכמי ההלוואה הנחותה. 2. שווי השוק של כביש האגרה.

3.3. הפרה של בעל הזיכיון/הקטע המרכזי אשר בגללו תהיה המדינה רשאית לסיים את חוזה הזיכיון המורחב תביא לסיום הזיכיון של קטע 18 גם כן. המדינה תשלם לזכיון את העלויות הסבירות לבניית אותם חלקים אשר נעשו עד למועד הסיום בניכוי נזקים עד גובה של 200 מ' ש"ח.

3.4. הפרה של המדינה/הקטע המרכזי – במידה שבעל הזיכיון יהיה רשאי לסיים את חוזה הזיכיון, הוא יוכל לעשות זאת ובלבד שיסיים גם את הזיכיון של קטע 18. אם טרם הושלמה בניית קטע 18, המדינה תוכל להכנס לנעליו של בעל הזיכיון לעניין הסכם הבניה/קטע 18 וזה יהיה בתוקף כך שהמדינה היא צד לו במקום בעל הזיכיון.

4. ביטול בתקופת ההפעלה

4.1. הפרת בעל הזיכיון קטע 18 ו/או הפרת בעל הזיכיון/הקטע המרכזי – המדינה תהיה רשאית לסיים את חוזה הזיכיון המורחב ובלבד שתסיים את כולו, גם הקטע המרכזי וגם קטע 18. ישנם 4 מקרים בהם המדינה יכולה לסיים את החוזה רק בגין קטע 18 – 1. דרישת מממני החוב הבכיר לפירעון מיידי בגין היקף תנועה נמוך. 2. דרישה לביצוע הרחבה בקטע 18 והזכיון אינו מבצעה. 3. מקרה שאלמלא היה מבוטח היה נחשב לכח עליון ולמרות הביטוח אין לחברה את האמצעים להשיב את קטע 18 למצב תפעולי. 4. אם מומשה הערבות המתמדת קטע 18 ומולאה בסכום מצטבר של 93 מ' ש"ח ולאחר מכן לא עמד בעל הזיכיון בהתחייבותו למלא את סכום הערבות המתמדת קטע 18 למלוא סכומה. הפיצוי לבעל הזיכיון יהיה הנמוך מבין שווי השוק של כביש

האגרה או כל הסכומים אשר חייב בעל הזיכיון לממנים על פי הסכמי המימון בגין כל קטע בנפרד.

4.2. הפרה של המדינה/קטע 18 – בעל הזיכיון יוכל לסיים את חוזה הזיכיון של קטע 18 בלבד, אך אם יסיים את חוזה הזיכיון, המדינה תהיה רשאית לסיים את החוזה כולו גם בהתייחס לקטע המרכזי.

4.3. הפרת המדינה/הקטע המרכזי – בעל הזיכיון יוכל לסיים את קטע 18 אך בלבד שיסיים גם את הקטע המרכזי. הפיצוי לבעל הזיכיון – הגבוה מבין הון המניות הנפרע לא כולל הלוואות נחותות של בעל הזיכיון עד למועד הסיום בצרוף תשואה ראויה ו- או כל הסכומים המגיעים לממנים לפי הסכמי המימון והסכמי הלוואה הנחותה, או נטילת התחייבויות התשלום של בעל הזיכיון על המדינה או שווי השוק של כביש האגרה.

התחייבויות בעלי המניות בבעל הזיכיון

- בעלי המניות של חברת דרך ארץ מתחייבים כלפי המדינה וכלפי הרשות הממונה כי הם בעלי המניות וכי פרט להם אין בעלי מניות אחרים ולא ניתנה לצד ג' כלשהו התחייבות להקצות לו או להעביר לו מניות ואין התחייבות לשינוי באחזקותיהם ואין שעבוד פרט לשעבוד לטובת מממני הקטע המרכזי.
- ההצהרות והמצגים שהוצגו על ידי החברה או חברת קטע 18 הינם נכונים ומדויקים.
- בעלי המניות רואים את כל אחת מן המצגים כאילו ניתנו על ידי כל אחת מהחברות בגין חלקו היחסי בהון המניות של החברה. כל אחד מבעלי המניות ערב כלפי המדינה בהתאם לחלקו היחסי בהון המניות של בעל הזיכיון להתחייבות בעל הזיכיון להשקיע את סכומי הלוואות הנחותות בקטע 18.
- מתחייבים לשלם למדינה תוך שבעה ימים כל סכום שיגיע לה על פי חוזה הזיכיון המורחב עד לגובה הסכומים המובטחים.

הסכם ההקמה

הסכם ההקמה קובע מחיר כולל וקבוע להקמה על בסיס turnkey כך שהקבלן נושא במרבית סיכוני ההקמה

הקבלן הינו מיוזם משותף (להלן "CJV") של 3 חברות:

1. סולל בונה בע"מ
 2. סולל פיתוח (סולל בונה פיתוח וכבישים)
 3. דניה סיבוס בע"מ
- כל אחד ממשפטי ה-CJV אחראים ביחד ולחוד על ביצוע החוזה ואחראים למחויבויות והתחייבויותיו של ה-CJV.

- הקבלן מתחייב לבצע את העבודות **במחיר קבוע** ועל בסיס turnkey. המחיר הקבוע נקבע כך ש- 80% נקוב בשקלים ואילו 20% נקובים בדולר. המחיר השקלי יהיה צמוד למדד המחירים לצרכן בישראל והמחיר הדולרי יהיה צמוד למדד המחירים לצרכן בארה"ב. מחיר קבוע זה לא יותאם למחירי חומרים, עבודה או מיסוי (למעט מע"מ). המחיר צריך לכלול את כל הסיכונים הכרוכים בתכנון, בניה, הקמה ותיקונים לאחר מכן (לרבות אישורים).
- הקבלן לא יהיה זכאי להארכת לוחות הזמנים מעבר ל-33 חודשים או להגדלת התשלום מעבר למוסכם בחוזה אלא בתנאים מסוימים הכוללים: שינויים שנדרשים על ידי בעל הזיכיון ולא נתבקשו על ידי חוזה הזיכיון, הפסקת עבודת הקבלן לבקשת בעל הזיכיון, דחייה או הפרה של

חוזה הקמה על ידי בעל הזיכיון במקרים של הפרה, מימוש של קרנות או מינוי זכיון חליפי, דחייה בגלל היועצים הטכניים של הבנק המלווה.

- במידה ויתגלו ממצאים או עתיקות, הקבלן צריך להודיע על כך לחברת קטע 18 שתודיע לרשות הממונה. הרשות הממונה תבצע העתקה או בדיקות של הממצאים על חשבונה. במידה והטיפול בממצאים ימנע ביצוע של עבודות הקבלן במידה שתדחה את מועד סיום ההקמה, לוחות הזמנים יותאמו ובמידה ותיגרם תוספת עלות, היא תשולם לקבלן.
- תיתכן תוספת תשלום לקבלן שלא במסגרת המקרים לעיל במידה וחברת קטע 18 תבקש מהזכיון וזו תגיש בקשה למדינה. במידה והתוספת תאושר על ידי המדינה, הקבלן יוכל לקבל תוספת תשלום ו/או התאמת לוחות זמנים.
- הקבלן יידרש לבצע שינויים ותוספות שהמדינה או הרשות הממונה תדרוש עד לסכום שהוגדר בחוזה הזיכיון על חשבונו.
- הקבלן יכול להציע ביצוע שינויים שעיקרן חסכון בעלויות ההקמה, תחזוקה או הפעלה ובמידה ויאושרו, המחיר יותאם לכך.
- הקבלן אחראי לכל העבודות והשירותים שנעשו על ידי המדינה וכן אחראי לביצוע העבודות לפי הדרישות.
- כל אחד מבעלי המניות בקבלן אחראי ביחד ולחוד לביצוע של עבודות הקבלן.

ערבויות

הקבלן נדרש לספק ערבויות שונות על חשבונו כך שכל משתתף ב-CJV יהיה ערב על בסיס pro rata. במידה ודירוג והגוף אשר סיפק את ערבות הביצוע ירד מתחת לדירוגים שנקבעו, ה-CJV יצטרך להחליפו ובמידה שלא יעשה זאת, ניתן יהיה לממש את ערבות הביצוע.

ערבות ביצוע בסך 10% מהמחיר הקבוע

Retention Letter בסך של 5% מהמחיר הקבוע

Mobilization Payment Letter עבור התשלום מראש בסך 15% מהמחיר

ערבות ביחד ולחוד של חברות האם של הקבלן

הערבויות ניתנות למימוש במקרה של הפרה של התחייבויות הקבלן תחת חוזה ההקמה.

מנגנון קנס/פרס

הקבלן ישלם בעבור דחייה של מועד השלמת הבניה בהתאם לנוסחה שנקבעה כך שישולמו liquidated damages. תשלומים אלו ישולמו ללא קשר לעלויות האמיתיות בפועל אשר יהיו לבעל הזיכיון בקשר עם הדחייה. במידה והקבלן יסיים את ההקמה במועד מוקדם מ-33 חודשים, יהיה זכאי לבונוס בהתאם לנוסחה שנקבעה.

דחייה ותוספת למחיר הקבוע תהיה אפשרית במידה ונמצאים ממצאים ארכיאולוגיים או זיהומים בתנאים המפורטים בחוזה.

הקבלן אחרי לפצות או לשפות את הלווה, המדינה, המלווים וכל צד ג' בגין אובדן או נזקים כתוצאה מעבודות הבניה, כולל נזקי רכוש, גוף, מוות וכו' בכפוף להגבלת אחריות הקבלן.

הקבלן יתן תקופת אחריות בת שנתיים התחל מיד אחרי מועד סיום ההקמה ובתקופה זו מתחייב לבצע תיקונים על חשבונו.

סיום הסכם ההקמה

סיום על ידי הקבלן

1. חברת קטע 18 לא שילמה סכום של כ-10 מ' ₪

2. הפרה של התחייבויות חברת קטע 18 אשר מונעת מהקבלן להשלים את עבודות הבניה

3. אירוע כח עליון אשר נמשך מעל 9 חודשים רצופים ואשר אינו מאפשר לקבלן להמשיך בעבודות הבניה

סיום על ידי הזכיון

1. פשיטת רגל או כינוס נכסים וכו' של הקבלן או בעלי ה-CJV
 2. אי סיום העבודות במועד שנקבע (33 חודשים)
 3. הפסקת העבודות על ידי הקבלן
 4. העברת הזכויות של חוזה ההקמה באופן שונה מהאופן שפורט
 5. אי אספקת ערבויות ביצוע בתאריכים שנקבעו
 6. הפרה של הקבלן שמהווה עילה למדינה לסיים את חוזה הזיכיון המורחב
 7. העברה לקבלן משנה של חלק או כל העבודות בניגוד לתנאים שפורטו בחוזה
 8. אי יכולת הקבלן להתחיל בעבודות הבניה בתנאים שפורטו בחוזה
 9. אי יכולת הקבלן לעמוד בביצוע החלטת המהנדס אשר הועברה עליו דרך חברת קטע 18 בזמן שנקבע
 10. אי יכולת הקבלן לשלם לחברת קטע 18 סכום שיעלה על 1.7 מ' ש.ח.
 11. הפרה של הקבלן שנמשכת מעל 40 יום.
 12. בקרות אירוע אשר מאפשר לכל אחד מהצדדים לסיים את חוזה הזיכיון המורחב
 13. אירוע כח עליון שנמשך בתקופת ההקמה למעלה מ-9 חודשים ואשר אינו מאפשר לקבלן לבצע את עבודות ההקמה.
 14. קביעה של ה-section 18 agent כי הקבלן לא יוכל לסיים את עבודות ההקמה בזמן שנקבע.
 15. סיום או default של הערבויות של חברות האם.
- במידה והובא לידי סיום החוזה על ידי הזכיון, יחושבו העלויות הדרושות לסיום הפרויקט (כולל הוצאות בגין דחיית מועד הסיום, עלויות מימון, בניה וכו'). חברת קטע 18 תהיה זכאית לקבל מהקבלן את התוספת של העלויות הדרושות לסיום הפרויקט והחלק של המחיר הקבוע שלא שולם לקבלן לפני הסיום. לאחר סיום החוזה, חברת קטע 18 יכולה להשלים את עבודות ההקמה בעצמה, או באמצעות כל קבלן אחר.
- אירוע כח עליון ייחשב ככח עליון רק אם הוא מוגדר כך בחוזה הזיכיון המורחב.
- ביטוח – הקבלן יבצע ביטוחים בהתאם למפורט בנספח 15.

הסכם ההפעלה

על המפעיל לגבי קטע 18 ופרויקט קטע 18 יוטלו כל התחייבויות המוטלות עליו בהסכם המקורי ביחס לקטע המרכזי חברת קטע 18 לוקחת על עצמה את כל ההתחייבויות של הזכיון בקשר עם הפעלת קטע 18 ותחזוקתו ולהפעלת ותחזוקת פרויקט קטע 18.

בריחת תשלומים וערבויות בריחת תשלומים

המפעיל הינו המפעיל של הקטע המרכזי ובעל נסיון של מספר שנים בהפעלת מערכת אגרה מסוג זה

המפעיל יהיה אחראי בפני חברת קטע 18 בכשלונו ללכוד משתמשים בכביש ולגביית אגרות ממשלתיים אלה. המפעיל ישלם הפסדים הנובעים מבריחת תשלומים את החסר בפדיון מן האגרות בכל שנה קלנדרית. הסכום המקסימלי של החוסר בפדיון מן האגרות של קטע 18 לא יעלה על הנמוך מבין 3.3 מ' ש.ח ו-6% מפדיון האגרות הצפוי לשנה הרלוונטית. במידה וה-ADSCR לשנה הקלנדרית הרלוונטית יהיה גבוה מ-1.4, המפעיל לא ישלם את החוסר בפדיון באותה השנה.

המפעיל יעביר לחברת קטע 18 ערבויות חברות האם לטובת חברת קטע 18 להבטחת בריחת התשלומים. ערבויות אלו יכנסו לתקפן במועד סיום עבודות הבניה של קטע 18.

ערבויות ביצוע

לאחר סיום עבודות הבניה של קטע 18, המפעיל יעביר ערבות בנקאית שאינה ניתנת לביטול שתונפק על ידי מוסד פיננסי המדורג לפחות A2 או יותר על פי Moody's ו-A על ידי S&P או במידה ואינו מדורג, מוסד פיננסי אשר מקובל על הזכייין ועל המלווים להבטחת הספקת השירותים בכל הנוגע לקטע 18 בהתאם לתנאי הסכם ההפעלה והתחזוקה. גובה הערבות יעמוד על 20% מהתשלום השנתי של קטע 18. הגבלת אחריות – גובה ההתחייבויות של המפעיל בשנה מסוימת לא יעלה על גובה התשלומים באותה השנה. ההגבלה אינה חלה על מחויבות התשלום בגין בריחת תשלומים.

סיום ההפעלה

המפעיל יהיה זכאי לסיים את החוזה בתנאים הבאים: 1. אי תשלום מחברת קטע 18 בסכום נקוב. 2. הפרה של חברת קטע 18 בקשר להתחייבויות מהותיות אשר מונעות מן המפעיל לבצע את התחייבויותיו על פי הסכם ההפעלה והתחזוקה. 3. אירוע של כח עליון שנמשך יותר מ-9 חודשים אשר בגללו הפעלת פרויקט קטע 18 על כל חלקיו הינה בלתי אפשרית. המפעיל לא יהיה זכאי להפעיל את זכותו לסיים את התוספת אלא אם ערכאת בוררות תקבע כי המפעיל זכאי לסיים את ההסכם. עד שהבוררות תקבע את סיום ההסכם, המפעיל יהיה מחויב להמשיך בביצוע התחייבויותיו על פי ההסכם. סיום של החוזה שאינו בהתאם לתנאים המפורטים, מקנה למדינה זכות לתביעת פיצויים מהמפעיל.

הסדרי המימון

הסדרי המימון כוללים את מסמכי המסגרת המסדירים את תנאיו, דרישותיו וזכויותיו של בנק הפועלים אשר הינו המוסד הבנקאי המארגן את מימון הפרויקט (Arranger). ההלוואה ניתנת לחברת קטע 18 על פי התנאים אשר יפורטו בפרק הניתוח הפיננסי. כחלק מהתנאים להעמדת המימון הבנקאי, נדרשים בין היתר, הבטחות הבאים:

בטחונות

- שעבודים מדרגה ראשונה לטובת ה-security agent (המיצג את המלווים) כנגד נכסים ספציפיים של הלווה הכוללים:
 - הזכויות החוזיות של הלווה מכח הסכם הזיכיון של קטע 18 וההסכמים הקשורים אליו.
 - חשבונות הבנק קטע 18 וכל הבטחות הכספיים המופקדים בחשבונות אלו.
 - כל ההכנסות של הלווה וכל החייבים בקשר לקטע 18 לרבות אגרות ותשלומים מהמדינה
 - כל פוליסות הביטוח בקשר לקטע 18
- שיעבוד צף ראשון בדרגה על הנכסים של הלווה
- חברת דרך ארץ תספק שיעבוד ראשון בדרגה על זכויותיה ביחס להלוואות הנחותות לקטע 18.

קרנות

הלווה יצור חשבונות מיוחדים עבור הכנסות, שירות חוב וחשבונות נוספים אשר ייוחדו לקטע 18 בבנק הפועלים:

1. חשבון הכנסות אליו יכנסו כל ההכנסות של הלווה מההפעלה של קטע 18 לרבות מימון, ביטוח וכל מקורות ההכנסה האחרים אשר יתקבלו בקשר לקטע 18.
2. קרן לשירות חוב – ביום הראשון של כל תקופת תשלום ריבית תהיה שווה לסכום הדרוש לשירות חוב (קרן, הפרשי הצמדה וריבית) לתקופה של ששה חודשים.
3. קרן לשיקום עמוק הנצברת ב-4 שנים שלפני מועד השיקום העמוק

4. קרן תפעול בסך של לפחות 4 מ' ש"ח עד לפירעון מלא של החוב הבכיר.

ניתוח הסיכונים המרכזיים

מתודולוגיית ניתוח פרויקטים לפי מודיסי כוללת ניתוח מפורט של סיכוני הפרויקט תוך התייחסות לגורמים אשר יכולים למתן את אותם הסיכונים. הסיכונים המרכזיים בניתוח פרויקטים כוללים:

1. סיכון נכס יחיד – Single Asset Risk – תלות בפרויקט כמקור יחיד לתזרים המזומנים
2. סיכוני הקמה - מורכבות טכנית, עמידה בתקציב ועמידה בלוחות זמנים
3. סיכון כלכלי הכולל – סיכוני ביקוש, תנודתיות מחירים,
4. סיכוני תפעול וטכנולוגיה
5. סיכון מימוני – רמת מנוף פיננסי, בחינת יחסי כיסוי, עתודות פיננסיות למקרה הצורך וכו'
6. סיכון משפטי – יכולת אכיפת הסכמים, עמידת הפרויקט בחוקים ותקנות וכו'.

להלן הסיכונים המרכזיים של הפרויקט אשר יכולים להשפיע על יכולת החזר החוב של החברה וכן הגורמים אשר מהווים גורמים ממתנים להקטנת הסיכון או גורמים המגדילים את הסיכון.

סיכון	מהות הסיכון	גורם ממתן
סיכון נכס יחיד	מקור החזר החוב תלוי בנכס יחיד אך עילות לביטול תלויות גם בעילות לביטול בגין הקטע המרכזי	מערכת חוזית חזקה, חברות מבצעות בעלות נסיון ומוניטין, הבטחת עתודות מימון וכו'.
סיכוני הקמה	עלויות גבוהות יותר מהחזוי	חוזה ההקמה הינו Turn key במחיר קבוע מגובה בעכבון, ערבויות ביצוע, כרית בגין בצ"מ וכרית הרווח הקבלני. מענק הקמה מהמדינה בסכום של 10 מ' דולר מוניטין ונסיון של הקבלן הראשי בפרויקט הקטע המרכזי
	עיכוב בלוחות הזמנים בגין עבודת הקבלן – חובה לקבלת תעודת גמר לא יאוחר מ-33 חודשים	פיצוי לזכיין על ידי הקבלן הראשי, עכבון וערבות ביצוע ומנגנון קנס/פרס
	עיכוב בלוחות הזמנים בגלל עבודות המדינה – נזק בגין קיצור תקופת ההפעלה	שיפוי לבעל הזיכיון להוצאות ישירות ולהתאמת מועד סיום ההקמה. זכות סיום לעיכוב מעל 21 חודשים ושיפוי המדינה לכל התחייבויות הסכמי המימון.
	עיכוב כתוצאה מעתיקות וממצאים אחרים – נזק בגין קיצור תקופת ההפעלה	שיפוי לבעל הזיכיון להוצאות ישירות ולהתאמת מועד סיום ההקמה. זכות סיום לעיכוב מעל 21 חודשים ושיפוי המדינה לכל התחייבויות הסכמי המימון
	עיכוב כתוצאה מכח עליון – מעל 9 חודשים	אפשרות לסיום החוזה – המדינה תפרע את כל הסכומים אותם חייב בעל הזיכיון למממנים או שהמדינה תיטול על עצמה את התחייבויות התשלום למממנים
	אחריות בעל הזיכיון על עבודות המדינה ותכנון המדינה – חשיפה לשינויים בתכנון המתחייבים משינוי תקן או הנחיות מחייבות על פי דין או הוראות של רשויות רלוונטיות	אפשרות לליווי וגישה לעבודות ולתכנון המדינה

	שינויים ביוזמת המדינה –	שיפוי מהמדינה במחיר שוק והתאמת לוי"ז וכולל פיצוי במידה והוכח שכרוך בהרעה במצב הפיננסי רק לשינוי המהווה תוספת מהותית.
סיכוני ביקוש	ביקושים נמוכים מהצפוי אשר יקטינו באופן משמעותי את ההכנסות. לזכיון אין אפשרות להעלאת המחיר מפאת היקפים נמוכים.	הבטחת יעד נסיעות תחתון על ידי המדינה אשר אינו מכסה באופן מלא את החוב הבכיר. למדינה זכות ביטול בגין היקף תנועה נמוך
	גידול איטי מהחזוי בעקומות הביקוש בשנים הראשונות	<ul style="list-style-type: none"> הבטחת יעד נסיעות תחתון הפרויקט הינו המשך של הכביש הקיים. החזרי חוב מדורגים
סיכוני הפעלה ותחזוקה	חריגה מעלויות תפעול ותחזוקה	סינרגיה עם הקטע המרכזי חוזה ההפעלה מגובה בערבות ביצוע בגובה 20% מההיקף השנתי ניסיון של חברת ההפעלה (המפעילה את הקטע המרכזי)
	רמת תחזוקה נמוכה	התחייבות של המפעיל back to back להסכם הזיכיון. ניסיון חברת ההפעלה בקטע המרכזי
	כשל במערכות הבקרה והאגרה	ניסיון בקטע המרכזי שיפוי לבעל הזיכיון בחוזה ההקמה ושיפוי לקבלן הראשי מגובה בערבויות ביצוע
	העמדת הכביש בסוף תקופת הזיכיון במצב הנדרש בהסכם	קרן צוברת לשיקום עמוק קטע הנדסי פשוט יחסית
	סיכוני גביה	קנסות גבוהים להרתעה וכיסוי הוצאות גביה התחייבות המפעיל לרמות המבוססות על ניסיון מוכח בקטע המרכזי וגייבי עד לגובה של כ-3.3 מ' ש"ח לשנה
	שינויים בדין	זכות תביעה כלפי המדינה לסעדים כספיים בהתקיים במצטבר: 1. שינוי מפלה לזכיון או זכייני כבישי אגרה. 2. פגיעה בזכויות מכח ההרחבה להסכם הזיכיון. 3. פגיעה במצבו הכלכלי של הזכיון.
סיכונים משפטיים	בטחון לאומי, שלום הציבור וחובת מדינה לפי דין	התאמת לוי"ז, החזר עלויות ישירות כולל ניסיון למזער עלויות ופיצוי על אובדן הכנסה בתקופת ההפעלה
	פעולות טרור – במקרה הקיצוני, השתתפות עצמית	פיצוי ממס רכוש וביטוח טרור ומלחמה
	כח עליון בקטע 18 – חשיפה להפסד בגין הפער בין ההכנסות החזויות לבין יעד הפדיון לתקופה של 9 חודשים	שחרור מחיובים הנמנעים מנסיבות כח עליון; התאמת לוי"ז תקופת ההקמה; זכאות ליעד הפדיון בגין החלק בכביש עבורו לא נגרם כח עליון; ביטול באם נמשך מעל 9 חודשים (בהקמה או בהפעלה) ושיפוי המדינה לכל התחייבויות הסכמי המימון.
	כח עליון בקטע המרכזי – ביטול חוזה קטע 18	תחול השפעת כח עליון על קטע 18
	אירועים מבוטחים - פער של עד 20% בין סכום הביטוח לנוק בפועל והשתתפות עצמית.	אם הביטוח לא מכסה 80% מהחזרת הפרויקט לקדמותו, שחרור מחיובים בגלל נסיבות האירוע; התאמת לוי"ז של תקופת ההקמה; זכאות ליעד הפדיון בניכוי תקבולי ביטוח אובדן הכנסות.
	חשיפה לבסיסי הצמדה ושינויי מחירים. החשיפה לזכיון הינה רק בעלויות השיקום העמוק (חשיפה	הקבלן הראשי נושא בסיכון זה – הזכיון משלם מחיר הקבוע שנקבע בחוזה ההקמה וצמוד רק למדד ולשער מט"ח.

	נמוכה).	
הגנה באמצעות מענק המדינה	חשיפה לשינויים בריבית הבסיסית עד למועד הסגירה הפיננסית	
הצמדת האגרות לסל מטבעות המורכב מתמהיל עלויות הפעלה ומימון (100% שיקלי)	חשיפה לשינויים בשערי מט"ח – חשיפה בגין פערי עיתוי בין הצמדת תקבולים לתשלומים	
ניסיון מהקטע המרכזי. פנייה לרשויות לקבלת פרה רולינג	מיסוי וחשבונאות – שינוי במדיניות המס והחשבונאות בנוגע לטיפול בפרויקטים מסוג כזה	
שיפוי מלא של המדינה לחוב הבכיר	ביטול מחמת היקף תנועה נמוך ביטול לפני סיום הבניה בגין הפרת הזכיין קטע 18 ביטול לפני סיום בניה בגין הפרת זכיין קטע מרכזי ביטול לפני סיום בניה בגין הפרת המדינה קטע 18 ביטול לפני סיום בניה בגין הפרת המדינה בקטע המרכזי ביטול לאחר סיום הבניה בגין הפרת המדינה קטע 18 ביטול לאחר סיום הבניה בגין הפרת המדינה בקטע המרכזי	סיכונים בגין ביטול הסכם
שיפוי לנמוך מבין שווי שוק לחוב למממנים – אין שיפוי מלא לחוב הבכיר	ביטול לאחר הבניה בגין הפרת הזכיין בקטע 18	

חוזקות

- פרויקט קטע 18 נהנה מהנסיון שנצבר בפרויקט הקטע המרכזי, הן ברמת ההקמה והן ברמת התפעול, גביה ותחזוקה. ניסיון זה ממתן באופן משמעותי את אי הוודאות הכרוכה בהקמה והפעלה של פרויקט מסוג זה.
- שיעור מינוף נמוך יחסית – מימון החוב הבכיר בפרויקט זה הינו בשיעור נמוך יחסית לפרויקטים דומים ונמוך ביחס לשיעור המינוף בקטע המרכזי. סך ההון העצמי המושקע בפרויקט עומד על כ- 30% לעומת כ-10% בקטע המרכזי
- קרן לשירות חוב בגובה החזרי ריבית, קרן והצמדות לששה חודשים
- רגישות נמוכה יחסית לפרמטרים של עלויות הקמה ותפעול, ריביות, שערי חליפין, אינפלציה ודחיית מועד תחילת הפרויקט.

ניתוח פיננסי

סך עלויות הפרויקט צפוי לעמוד על כ-957 מ' ש"ח (בערכים נומינליים שוטפים) הממומן בחוב בכיר בסכום של כ-651 מ' ש"ח והלוואת בעלים נחותה בסכום של כ-261 מ' ש"ח

סך העלויות הכוללות הצפויות של הפרויקט עומדות על כ-957 מ' ש"ח (במונחים נומינליים שוטפים) והן כוללות בעיקר עלויות בניה בסך של כ-736 מ' ש"ח ועלויות ריבית, עמלות והצמדות בסך של כ-174 מ' ש"ח. מקורות המימון של הפרויקט כוללים חוב בכיר בסך של כ-651 מ' ש"ח, הלוואת בעלים נחותה בסך של כ-261 מ' ש"ח, מענק מדינה בסכום של כ-17 מ' ש"ח וריבית על יתרות מזומן של כ-28 מ' ש"ח. הלוואת הבעלים בסך של כ-261 מ' ש"ח תועמד לחברת קטע 18 כהלוואה מחברת דרך ארץ. דרך ארץ תגייס את הסכום הנ"ל באמצעות גיוס חוב נחות בקטע המרכזי.

מקורות ושימושים

שימושים	%	אלפי ₪ נומינלי
עלויות בניה	76.9%	735,610
עלויות M&O	0.6%	5,477
הוצאות פיתוח	4.4%	42,109
ריבית, עמלות והצמדות	18.2%	173,814
סה"כ שימושים	100.0%	957,011
מקורות	%	אלפי ₪ נומינלי
הון עצמי	0.0%	82
חוב בכיר צמוד מדד	68.1%	651,377
הלוואת בעלים נחותה	27.3%	260,919
ריבית על יתרות מזומן	2.9%	28,065
מענק מדינה	1.7%	16,567
סה"כ מקורות	100.0%	957,011

ההלוואה הבכירה על סך של כ-651 מ' ש"ח (במונחים נומינליים שוטפים). ההלוואה תילקח במשיכה אחת בשקלים צמודי מדד בריבית בסיס (ממשלתית למח"מ ההלוואה) בתוספת מרווח של 1.8% ותוחזר החל מכ-4 שנים לאחר הסגירה הפיננסית ועד לשנתיים שלפני סיום ההפעלה. פירעונות קרן בשיעורים עולים

להלן תנאי ההלוואה כפי שמפורטים בהסכם ההלוואה ה-Facility Agreement:

סכום – כ-651 מ' ש"ח בערכים נומינליים שוטפים (עומד במגבלת הסכום המדורג העומד על סכום של עד 643 מ' ₪ בערכים הצמודים למדד דצמבר 2006).

Arranger - בנק הפועלים

שימוש – עלויות הקמה, ועלויות היוון מימון לאחר השלמת הפרויקט.

מטבע ההלוואה – שקלים חדשים

הצמדה – קרן וריבית (כולל הוצאות מימון מהוונות) בשקלים צמודי מדד. תקופות הריבית הן יוני ודצמבר.

השתתפות – בנק הפועלים יוביל קבוצה של מלווים המורכבים מבנקים, מוסדות פיננסיים, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות פנסיה להלן "המלווים".

משיכה - משיכה אחת בתחילת ההקמה

לוח סילוקין – ההחזר הראשון יהיה בתאריך התשלום הראשון שיהיה 4 שנים לאחר הסגירה הפיננסית. יתרת הקרן תיפרע לפי לוח סילוקין אשר על פיו תוחזר ההלוואה כך שפרעון הקרן יגדל יחד עם הגידול הצפוי בהכנסות.

ריבית – הקרן, היוון מימון והפרשי הצמדה ישאו ריבית קבועה אשר תקבע כריבית אשר הינה ממוצע משוקלל של 6 אג"ח ממשלתיות במח"מ הקרוב ביותר למח"מ ההלוואה בתקופה בה נלקחה ההלוואה + מרווח בתקופת ההקמה של 1.8% ובתקופת ההפעלה של 1.8%.

חישוב הריבית – ריבית דריבית בסוף כל תקופת ריבית של 6 חודשים ותשולם בהתאם ללוח הסילוקין של ההלוואה.

סדר קדימות – ההלוואה של קטע 18 תהיה מעל כל ההון העצמי, ההלוואות הנחותות וכל הלוואה אחרת שתילקח על ידי הלווה.

Assignment – המלווים יכלים להעביר למכור וכו' את זכויותיהם בקשר להלוואה או חלקה לבנקים אחרים או חברות ביטוח וכו' ללא בקשת אישור מהמדינה. אך מכירה או העברה יכולה להעשות בסכומים של לא פחות מ-10 מ' ₪.

פירעון מוקדם - ייתכן פירעון מוקדם, יזום על ידי הזכיון בהודעה מראש ובתנאים מסוימים הכוללים: לאחר שבע שנים מהסגירה הפיננסית להחזיר מתוך העודפים סכומי קרן שלא יפחתו מ-10 מ' ₪.

שיעבוד שוטף שלילי – החברה מתחייבת שלא לשעבד את נכסיה הנוכחיים ו/או העתידיים.

חלוקת עודפים

חלוקת עודפים תתאפשר רק מתוך חשבון העודפים בהתקיים כל התנאים הבאים:

- אין מקרה של default קיים או פוטנציאלי במידה ויחולקו העודפים
- לאחר שנתיים וחצי של ההפעלה
- יחס כיסוי שנתי גבוה מ-1.3 בשתי תקופות של חצי שנה הקודמות למשיכה
- לאחר החלוקה הקרנות יעמדו על הסכום הדרוש
- לאחר החלוקה, בחשבון העודפים יהיה סכום שווה או גדול מ-10 מ' ₪

מקרים עיקריים של חדלות פירעון:

- אי תשלום בתוך 5 ימי עסקים מיום התשלום כל סכום אשר צריך להיות משולם בהתאם למסמכי המימון
- אי עמידה בתנאי מסמכי המימון
- הפרות שלא תוקנו בתוך 30 יום
- Cross default – אי תשלומים של חובות אחרים (למעט חוב נחות) בסכום של למעלה מ-2 מ' ₪
- במקרה של ירידה של דירוג הבנקים מ- Aa3 לפי Moody's ו- AA לפי S&P או במידה ומדובר בבנק ישראלי, הפעלת סמכויות מסוימות בנוגע לאותו בנק על ידי נגיד בנק ישראל, הלווה לא הצליח להמציא מסמכים במקום אלו שהונפקו על ידי הבנקים האמורים. בנוסף, בקרות האירועים הנ"ל בקטע המרכזי, ייחשבו כחדלות פירעון.
- פירוק או כינוס נכסים של חברת דרך ארץ או בעלי מניותיה במידה שתשפיע באופן מהותי על יכולת פירעון החוב.
- אי יכולת להשלים את הבניה במועד
- שינויים משמעותיים בתנאי הביטוח
- ירידה של יחסי הכיסוי שנתי אל מתחת ל-1.05 בשתי תקופות חישוב רצופות של חצי שנה
- כח עליון

התחייבויות נוספות - החברה אינה רשאית לקחת על עצמה התחייבויות נוספות מעבר להתחייבויות המותרות הכוללות את החוב הנחות וחוב שלא יעלה על כ-800 אלף ₪.

Top Up payment - במקרה שהלווה אינו יכול להחזיר סכומים שהתחייב, ולדרך ארץ יש עודפים לחלוקה לבעלי המניות או בעלי החוב הנחות, דרך ארץ תהיה מחויבת להגדיל את החובות הנחותים בסכומים שיאפשרו ללווה לשלם את כל הסכומים תחת הלוואה עד לסכום כולל של 30 מ' ש"ח (5 מ' ש"ח לשנה לתקופה של 6 שנים).

סדר קדימויות התשלומים – החוב הבכיר הינו ראשון בסדר הקדימויות של פירעון החוב, לאחר הוצאות תפעול ומס. משיכת דיבידנד או כל תשלום לחוב הנחות מותרת מעל יחס כיסוי שנתי של 1.3.

סדר קדימויות תשלומים

1. תשלומי בניה או תפעול ומס
2. תשלומי ההלוואות הבכירות כולל קרן, ריבית, הצמדות
3. מילוי קרן לשירות חוב
4. מילוי קרן לשיקום עמוק
5. מילוי קרן תחזוקה
6. בהנתן עמידה בתנאים האחרים - תשלומי ריבית לחוב הנחות
7. בהנתן עמידה בתנאים האחרים - תשלומי ריבית נדחית לחוב הנחות
8. בהנתן עמידה בתנאים האחרים - תשלומי קרן חוב נחות
9. בהנתן עמידה בתנאים האחרים - דיבידנדים

כריות בטחון גבוהות יחסית – שיעור המקורות העצמיים מסך עלות הפרויקט הינו גבוה בהשוואה לפרויקטים דומים ולקטע המרכזי ועומד על כ-29% וקרן לשירות חוב לתקופה של 6 חודשים
במסגרת כריות הביטחון בפרויקט, שני גורמים מהותיים משפיעים על הערכת הפרויקט ברמת השקעה גבוהה:

1. מספר חודשי שירות החוב הנצברים בקרן המיועדת לשירות החוב הבכיר ומהירות צבירתה
 2. המקורות העצמיים של הזכיון
- תנאי המימון קובעים קרן לשירות חוב אשר תהיה שווה לסכום הדרוש לשירות חוב לתקופה של ששה חודשים וכוללת קרן, הפרשי הצמדה וריבית. בנוסף, ישנה קרן לשיקום עמוק כך שבכל תקופה, ממוצע עלויות השיקום העמוק ל-4 השנים הקרובות מועבר לקרן לשיקום עמוק. קרן תפעול על סך של 4 מ' ש"ח אשר תישמר עד לפירעון מלא של החוב הבכיר.

המקורות העצמיים בפרויקט זה עומדים על סכום של כ-66 מ' דולר מתוך סך השקעה צפויה של כ-228 מ' דולר ומהווים כ-29% מסך עלויות הפרויקט. מידרוג מעריכה כי שיעור ההון העצמי בפרויקט הינו גבוה בהשוואה לפרויקטים מסוג זה. בקטע המרכזי עמד שיעור ההון העצמי על כ-10% מסך עלויות הפרויקט.

המדינה מבטיחה יעד פדיון תחתון אך זה אינו מספיק לכיסוי החוב הבכיר

יעד הפדיון המובטח על ידי המדינה נקבע על פי החזר הלוואה בגובה של כ-120 מ' דולר בריבית בסיס עם מרווח של 1% וכולל הוצאות תפעול בסך 4 מ' ש"ח, כך שהבטחת הפדיון אינה מכסה את גובה החוב הבכיר ושיעור הריבית של החוב הבכיר. יעד הפדיון התחתון נמוך משמעותית גם מהתרחיש הפסימי של תחזית התנועה.

ניתוח המודל הפיננסי

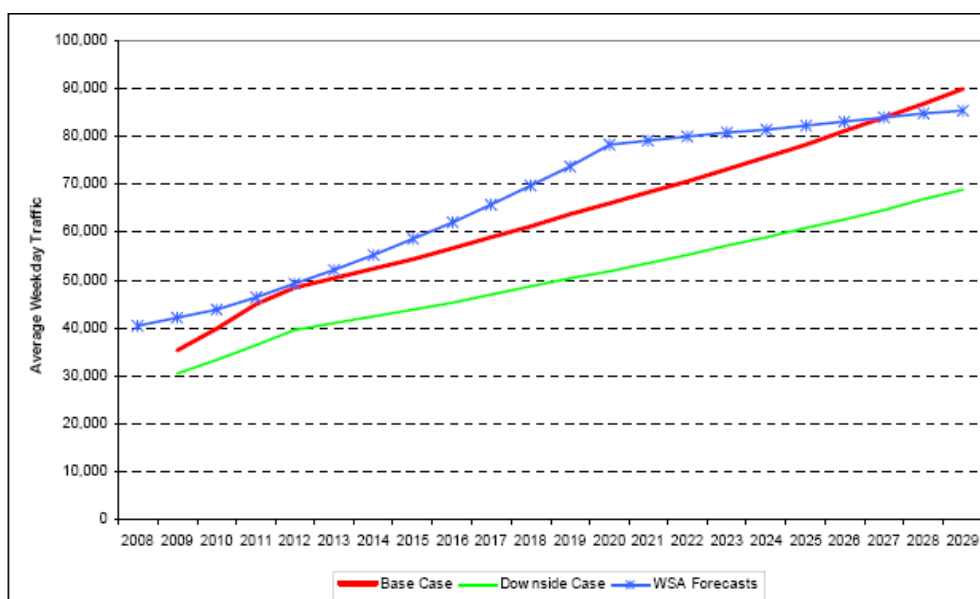
תרחיש הבסיס של מידרוג הינו תרחיש (SDG Base Case) Steer Davies Gleave Base Case

הנחות תרחיש הבסיס של מידרוג SDG Base Case מתבססות על תחזית התנועה שנעשתה על ידי SDG אשר מתבססת, בשינויים מסוימים על מודל תחזית התנועה של Wilbur Smith ("להלן "WS") אשר בוצעה עבור קטע 18. הנחות תרחיש התנועה של WS מתבססות על תחזית התנועה של הקטע המרכזי שעודכנה מדצמבר 2003 עבור הקטע המרכזי. העדכונים בוצעו ביחס למאפיינים דמוגרפים וסוציו – אקונומיים. תחזית התנועה לוקחת בחשבון הנחות לגבי פתיחת כבישי רוחב והרחבות של כבישים קיימים. החברה מבצעת תחזית לנסיעות ביום חול ממוצע (Average WeekDay Traffic, AWDT) מוכפל בכמות ימי הנסיעות האפקטיבי. על פי תחזית התנועה של WS, בשנת 2009 רמת הנסיעות היומית תעמוד על כ-42.2 אלף נסיעות ליום ושיעור הצמיחה השנתי בנסיעות עד ל-2010 יהיה 4.1%, 6.0% בין השנים 2010-2020 ו-1.0% בין השנים 2020-2029.

תחזית ההכנסות של SDG מתבססת על תחזית ההכנסות של WS עם תיקונים עבור מספר פרמטרים אשר שונים לדעתם מהתחזית של WS ואשר חלקם לא נכלל במודל של WS וכן על סמך נתוני הנסיעה בפועל בקטע המרכזי בין השנים 2004-2006. על סמך תיקונים אלו ונתוני הנסיעה בקטע המרכזי, הציעו SDG שני תרחישים – Base case ו-Down side. ה-Base Case מייצג לדעת SDG את התרחיש הסביר ואילו ה-Down side מייצג תרחיש אשר מתבסס על תחזיות פסימיות בעיקר באשר להתפתחות הכלכלית בישראל והתדרדרות במצב הבטחוני.

SDG Base Case מניח כמות נסיעות נמוכה ב-3% בשנת הבסיס ביחס ל-WS, מניח Ramp up של שנתיים, ומניח שיעורי גידול נמוכים יותר, אשר אינם משתנים באופן משמעותי בשנות הזיכוי. זאת לעומת מודל WS אשר מניח שיעורי גידול נמוכים באופן משמעותי בין השנים 2020-2029 ביחס לשנים 2009-2020.

תחזית תנועה על סמך שלושת התרחישים – WS, SDG Base Case ו-SDG Downside



עיקר ההכנסות מקורן בהכנסות מאגרה

ההכנסות מתקבלות משלושה מקורות - הכנסות מאגרה, הכנסות משירותים מיוחדים והכנסות ריבית מיתרות מזומנים. עיקר ההכנסות, מעל 97%, מקורן בהכנסות מאגרה.

מתוך ההכנסות מאגרה, מניחים כי עיקר ההכנסות (68%-75%) יהיו הכנסות מבעלי טרנספונדרים (להלן "פסקלים") והיתרה ממשתמשי וידאו.

ריבית על יתרות מזומן תעמוד על 3% צמודת מדד.

המודל מניח שיעורי גביה גבוהים המתבססים על שיעורי הגביה בפועל של הקטע המרכזי

שיעורי הגביה הינם שיקלול של שיעור הגביה מפסקלים (טרנספונדרים), המהווים את מרבית הנסיעות ומוידאו. שיעור הגביה של פסקלים בפועל הינו גבוה ביותר ועומד על כ-99% ואילו שיעורי הגביה מוידאו הם נמוכים יותר ועומדים על כ-96%-97% בקטע המרכזי. בתרחיש הבסיס נקבע שיעור הגביה המשוקלל על כ-97.6% עם שיפור במהלך השנים עד לשיעור גביה של כ-98.7%.

האגרה צמודה לסל מטבעות שיקבע על ידי הזכיון ונקבעה עליה ריאלית של 1.5% לשנה במהלך כל תקופת הזכיון

גובה האגרה נקבע על סכום של 3.525 ₪ (צמוד לסל מטבעות במונחי ספטמבר 2005) והוא צמוד לסל מטבעות שנקבע על ידי החברה וניתן לשינוי במועדים שנקבעו. המודל מניח עד הסגירה הפיננסית הצמדה לסל מטבעות - 80% שיקלי ו-20% דולרי ולאחר הסגירה הפיננסית הצמדה 100% שיקלית. כמו כן, בכל שנה תתעדכן האגרה בעליה ריאלית בשיעור של 1.5%. למעט עדכונים אלה לא יתבצעו עדכונים נוספים בגובה האגרה.

עלויות תפעול ותחזוקה בשיעור ממוצע של כ-15%. בשנים 2018 ו-2028 יבצע הזכיון שיקום עמוק

עלויות התפעול הינן בהתבסס על הסכם ההפעלה כאשר 50% מהתשלום למפעיל תלוי בתנועה. עלויות ההפעלה על פי תחזית הבסיס הינן בשיעורים נמוכים יחסית ועומדים בממוצע על כ-15%. הוצאות המפעיל בתקופת ההפעלה צמודות ב-50% לכמות הנסיעות כך ששינוי של 2% בתנועה יביא לשינוי של 1% בהוצאות ההפעלה. הוצאות ההפעלה בשנת הבסיס עומדות על כ-8 מ' ₪ לשנה.

הזכיון יבצע שיקום עמוק פעמיים במהלך תקופת הזכיון בשנים 2018 ו-2028. עלות השיקום העמוק לפי תחזית הבסיס עומדת על כ-27 מ' ₪ בשנת 2018 וכ-36 מ' ₪ בשנת 2028 בערכים נומינלים. בנוסף, החברה מבצעת חידוש של מערכת האגרה בסכום של כ-5.5 מ' ₪ בשנת 2015 ו-6.8 מ' ₪ בשנת 2023. במהלך תקופת ההפעלה, יפריש הזכיון כספים לקרן לשיקום עמוק.

הנחות מאקרו כלכליות

המודל צמוד למדד המחירים לצרכן

שיעור אינפלציה - מודל הבסיס מניח שיעור אינפלציה של כ-3% לאורך כל תקופת הזכיון

שער חליפין שקל דולר - המודל אינו מניח שינויים בשערי החליפין שקל דולר.

ריבית הבסיס - שיעור של 3.0% שנתי.

תוצאות תרחיש הבסיס וניתוחי רגישות

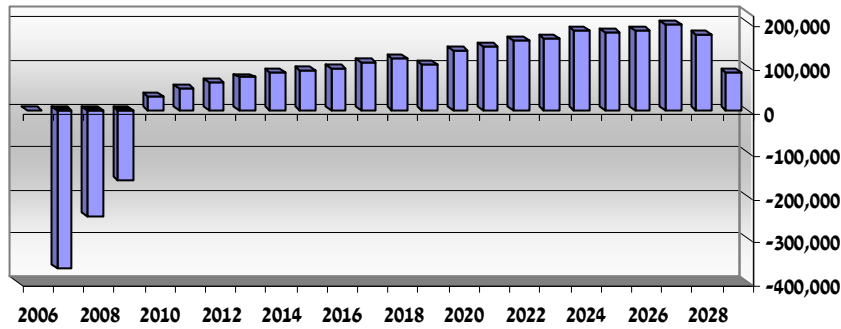
יחסי הכיסוי המתקבלים על פי תרחיש הבסיס של מידרוג המבוסס על תחזית התנועה לפי ה-SDG Base Case מתוארים בטבלה להלן:

שנת יחס כיסוי מינימלי	יחס כיסוי מינימלי	יחס כיסוי ממוצע
2011	1.50	1.64

יחסי הכיסוי הינם בעלי תנודתיות מסוימת לאורך שנות ההפעלה למעט בשנים האחרונות, שכן פירעונות הקרן מותאמים לגידול בתזרים המזומנים.

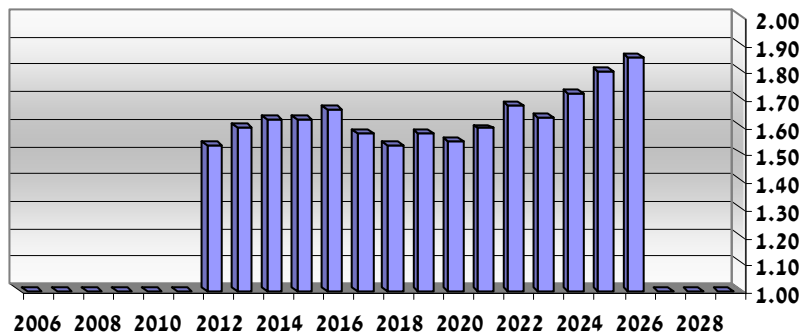
להלן גרף המתאר את התזרים לכיסויי חוב על פי תרחיש הבסיס SDG Base Case:

תזרים לאחר מס ולפני מימון



יחס כיסוי ממוצע שנתי

DSCR



לבחינת רגישותו של המודל לפרמטרים שונים כולל תרחישים משולבים בוצעו מספר ניתוחי רגישות אשר תוצאותיהן מובאים בטבלה להלן.

מניתוח תרחישים ובדיקות רגישות עולה כי המודל בעל רגישות גבוהה לביקוש לנסיעות, רגישות נמוכה להוצאות התפעול ודחיית מועד סיום ההקמה ובעל רגישות נמוכה לפרמטרים מאקרו כלכליים והוצאות הקמה

מניתוח הרגישויות של המודל לפרמטרים השונים עולה כי המודל בעל רגישות גבוהה לשינויים בביקוש לנסיעות בכביש. ירידה של 10% בהיקף התנועה ביחס לתרחיש הבסיס SDG Base Case מביאה לירידה ביחס הכיסוי הממוצע מכ-1.64 לכ-1.49 ומורידה את יחס הכיסוי המינימלי מכ-1.50 לכ-1.32. ירידה של 20% בהיקף התנועה ביחס לתרחיש הבסיס מורידה את יחס הכיסוי הממוצע לכ-1.32 ואת יחס הכיסוי המינימלי לכ-1.14.

יחסי הכיסוי המתקבלים מתרחיש ה-SDG Downside אשר הינו תרחיש בהינתן תנאים כלכליים גרועים ביותר הינם בממוצע כ-1.29 ויחס הכיסוי המינימלי הינו 1.17. גם בתרחיש שלילי זה, יחסי הכיסוי גבוה משמעותית מיחס הכיסוי של Default על פי הסכם המימון של הבנק.

תרחיש הבסיס של חברת דרך ארץ אשר מסתמך על תחזית התנועה של WS מציג יחסי כיסוי גבוהים כך שיחס הכיסוי הממוצע עומד על כ-1.83 ואילו יחס הכיסוי המינימלי עומד על כ-1.65.

מידרוג בחנה גם את רגישותו של המודל לשינויים בריבית הבסיס. החברה קיבלה הגנה על ריבית הבסיס באופן שעליה מעבר לריבית הבסיס אשר שררה נכון לפברואר 2007 תוביל לפיצוי מלא של המדינה כך שלא יהיה שינוי ביחסי הכיסוי ביחס לתרחיש הבסיס. מאידך, על כל ירידה בריבית בשיעור של 0.1%, יקטן מענק המדינה בסכום של כ-1.5 מ' דולר. החברה התחייבה כי לצורך הדירוג, תשמור על יחסי הכיסוי של

תרחיש הבסיס, קרי יחס כיסוי ממוצע של 1.64 ויחס כיסוי מינימלי שלא יפחת 1.50. אי לכך, יחסי הכיסוי אינם מושפעים מגובה ריבית הבסיס.

רגישות בינונית מובחנת גם ביחס לדחיה של מועד תחילת ההפעלה כך שדחיה משפיעה פחות על יחס הכיסוי הממוצע ויותר על יחס הכיסוי המינימלי. במקרים של דחיה, יותאם לוח הסילוקין לתקופת ההחזר השונה כך שתתמתן הירידה ביחס הכיסוי המינימלי.

המודל בעל רגישות נמוכה ביחס להוצאות התפעול אשר במידה ואלו יעלו ב-20% ירד יחס הכיסוי הממוצע מכ-1.64 לכ-1.61 ויחס הכיסוי המינימלי ירד מכ-1.50 לכ-1.41. דחיה של שנה וחצי ממועד סיום ההקמה המקורי תקטין את יחס הכיסוי הממוצע מכ-1.64 לכ-1.61 ותקטין את יחס הכיסוי המינימלי מ-1.50 לכ-1.33.

המודל בעל רגישות נמוכה לשינויים בשיעור האינפלציה. בתרחיש הבסיס הניחו אינפלציה בשיעור של 3%. במידה ושיעור האינפלציה יהיה נמוך יותר יחסי הכיסוי צפויים לרדת אם כי ברגישות נמוכה מאוד. בתרחיש של אינפלציה ברמה של כ-2% לשנה ירד יחס הכיסוי הממוצע מכ-1.64 לכ-1.63 ויחס הכיסוי המינימלי לא ישתנה. עליה בשיעור האינפלציה ביחס לתרחיש הבסיס משפיעה לטובה על תוצאות המודל ומגדילה את יחסי הכיסוי.

המודל אינו רגיש כלל לשינויים בשער החליפין של השקל לעומת הדולר שכן, ההצמדה של האגרה הינה שקלית מפני שלא צפויות עלויות הפעלה דולריות. המודל אינו רגיש להוצאות הקמה גבוהות יותר שכן חוזה הקמה הוא turnkey במחיר קבוע. במידה ובכל זאת יגדלו הוצאות ההקמה ויהיו במימון של חברת קטע 18, היא תממן את ההפרש ממקורות עצמיים כך שההלוואה לא תגדל ויחס הכיסוי לא צפוי להשתנות.

תוצאות בדיקות רגישות

שנת יחס כיסוי מינימלי	יחס כיסוי מינימלי	יחס כיסוי ממוצע	תרחיש
2011	1.50	1.64	תרחיש הבסיס של מידרוג SDG Base Case
רגישות ביחס להיקף תנועה בכביש			
2023	1.65	1.83	תרחיש תחזית התנועה של WS
2018	1.17	1.29	תרחיש תחזית התנועה לפי SDG Downside
2011	1.32	1.49	היקף תנועה נמוך ב-10% מתרחיש הבסיס
2011	1.14	1.32	היקף תנועה נמוך ב-20% מתרחיש הבסיס
2012	1.56	1.67	היקף תנועה נמוך ב-10% מתרחיש WS
2012	1.35	1.50	היקף תנועה נמוך ב-20% מתרחיש WS
2011	1.46	1.62	היקף משתמטים כפול ביחס לתרחיש הבסיס
רגישות ביחס להוצאות			
2011	1.50	1.67	הוצאות הקמה גבוהות ב-10%
2012	1.50	1.67	הוצאות הקמה גבוהות ב-20%
2011	1.46	1.63	הוצאות תפעול גבוהות ב-10%
2011	1.41	1.61	הוצאות תפעול גבוהות ב-20%
רגישות ביחס לפרמטרים מאקרו כלכליים			
2012	1.50	1.63	שיעור אינפלציה ממוצע של 2% לשנה
2012	1.50	1.64	פיחות של 10% ביחס לדולר בשנת 2008
2012	1.50	1.64	פיחות של 20% ביחס לדולר בשנת 2014
2012	1.50	1.64	תיסוף של 10% ביחס לדולר בשנת 2008
2012	1.50	1.64	תיסוף של 20% ביחס לדולר בשנת 2014
דחיה של מועד סיום ההקמה			
2012	1.44	1.63	דחיה של חצי שנה ממועד סיום ההקמה המקורי
2012	1.39	1.63	דחיה של שנה ממועד סיום ההקמה המקורי
2013	1.33	1.61	דחיה של שנה וחצי ממועד סיום ההקמה המקורי
תרחיש משולב			
2012	1.28	1.47	היקף תנועה נמוך ב-10% מתרחיש הבסיס +10% גידול בהוצאות הקמה

סיכום רגישות המודל לפרמטרים של בדיקה :

לא רגיש	רגישות נמוכה	רגישות בינונית	רגישות גבוהה	
			+	ביקוש לנסיעות
+				עלויות הקמה
	+			עלויות הפעלה
		+		דחיה של מועד תחילת ההפעלה
+				שינויים בשערי חליפין
	+			שינויים באינפלציה
	+			שינויים בשיעור הריבית*

*רגישות נמוכה בגלל הגנת הריבית מהמדינה והתחייבות החברה לשמירה על גובה יחס הכיסוי הממוצע.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי מעבר לתחזיות התנועה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה ביחסי הכיסוי בעיקר כתוצאה מהיקפי תנועה נמוכים
- הדרדרות בדירוג החברות המחזיקות בזכיון, מקים או מפעיל

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונים או שינויים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג