



דרך ארץ הייווייז קטע 18 (2007) בע"מ

דוח מעקב | נובמבר 2013

1

מחברים:

יובל סקורניק, אנליסט בכיר
yuvals@midroog.co.il

ישי טריגר, אנליסט בכיר
yishait@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

דרך ארץ הייוויז קטע 18 (2007) בע"מ

אופק	דירוג נוכחי	דירוג מועד מעקב קודם	ריבית קבועה	הצמדה	פירעון סופי	יתרת חוב (מ' ₪) ליום 30.06.13	סכום גיוס (מ' ₪)	סוג
יציב	Aa3	Aa3	4.76%	מדד	2027	731	536	חוב בכיר

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג החוב הבכיר על כנו, בדירוג Aa3, וקביעת אופק יציב.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

בקביעת דירוג הפרויקט, מידרוג מסתמכת על מתודולוגיית הדירוג של מידרוג לדירוג כבישי אגרה, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג כבישי אגרה פעילים (Operational Toll Roads) וכן על מתודולוגיית הדירוג של מידרוג לדירוג פרויקטים ותשתיות, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג הגנרית של Moody's לדירוג מימון פרויקטים (Generic Project Finance).

במסגרת הדירוג נלקחו, בין היתר, השיקולים הבאים: קטע 18 מחבר בין שני עורקי התחבורה העיקריים המקשרים את מישור החוף לצפון הארץ (כביש 65 וכביש 70); הפרויקט הינו המשכו הישיר של הקטע המרכזי (אשר הינו בעל היקפי נסועה מבוססים מזה זמן, ובמגמת עלייה עקבית); סיום תקופת ההקמה, ניסיון החברה האם וקבלני הביצוע הראשיים, בין היתר, בהתבסס על פעילותם במסגרת הקטע המרכזי של כביש חוצה ישראל, מפחיתה מסיכונים הכרוכים בתפעול הכביש ואחזקתו (תכנית הרחבות לכביש הינה באחריות המדינה ואינה חלה על הזכיון). עם זאת, הפרויקט חשוף לסיכון תנועה, אשר ממותן ע"י בעלי הפרויקט ומנהליו, ולאור היקפי הנסועה, הגדלים באופן יציב בקטע המרכזי, אשר "מזין" את קטע 18, לרבות היקפי הנסועה המבוססים יחסית בקטע 18, על למעלה מ-4 שנות פעילות (קטע 18 נפתח לתנועה החל מחודש יולי 2009), תוך מגמת שיפור עקבית בהיקפי התנועה וההכנסות. בנוסף, בהתאם להסכם הזיכיון, קיימת רשת ביטחון חלקית מטעם המדינה (אין ברשת הביטחון להבטיח כיסוי מלא של החוב). יש לציין כי, במהלך שנת 2013 מכרה חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי") את כלל אחזקותיה בפרויקט לקרן ת.ש.י דרכים ש.מ. (להלן: "תש"י"). עם זאת, להערכת מידרוג, החשיפה הכרוכה בשינוי מבנה הבעלות ממותנת לאור היקפי ההכנסות והעובדה כי הכביש פועל למעלה מ-4 שנים.

יצוין כי, התפתחות הנסועה והכנסות הפרויקט הינן במגמה חיובית, אך היקפי הנסועה טרם הגיעו להיקפים המצוינים בתחזית הנסועה² באופן פרמננטי. ב-12 החודשים שנסתיימו בחודש ספטמבר 2013 (אוקטובר 2012-ספטמבר 2013), היקפי הנסועה עמדו על כ-18.1 מ' מקטעים לעומת 12 החודשים האחרונים בתקופה המקבילה אשתקד (אוקטובר 2011-ספטמבר 2012), בהם היקפי הנסועה עמדו על כ-17 מ' מקטעים, גידול של כ-6.5%.³ עם זאת, במהלך 12 החודשים האחרונים (אוקטובר 2012-ספטמבר 2013), שיעור הגידול בנסועה הינו נמוך באופן מהותי ביחס לשיעור של כ-42%.

¹ במונחי יוני 2013.

² תחזית הנסועה הינה בהתאם לתחזיות שנקבעו ע"י חברת SDG במודל הפיננסי המקורי בחודש יוני 2007.

³ ב-12 החודשים הראשונים של הפעלת הכביש (אוגוסט 2009-יולי 2010), היקפי הנסועה עמדו על כ-12.6 מ' מקטעים זאת לעומת 12 החודשים האחרונים בתקופה המקבילה (אוגוסט 2012-יולי 2013), בהם היקפי הנסועה עמדו על כ-17.9 מ' מקטעים, גידול של כ-42%.

הגידול בנוסעה בתקופה המקבילה אשתקד⁴. שיעור הגידול הנמוך נובע מעבודות בקטעים הצפוניים של הקטע המרכזי (הרחבות בקטעים מניצני עוז וצפונה) אשר החלו לפני כ- 6 חודשים, ויצרות השפעה שלילית על היקפי הנוסעה בקטע (18).

יחסי הכיסוי (ADSCR), בפועל, לשנת 2012 ול- 12 החודשים שנסתיימו ביוני 2013, הינם 1.51 ו- 1.41, בהתאמה, זאת לעומת יחסי כיסוי של 1.54 ו- 1.59 במועדים אלו, בהתאם למודל הפיננסי המקורי. יחס הכיסוי ADSCR בפועל, נכון ליוני 2013, נמוך מיחס הכיסוי שחושב בדצמבר 2012 (1.51), ונמוך מיחס הכיסוי שהוערך במודל הפיננסי, שעודכן בדצמבר 2011 לתקופה זו (1.48). כתוצאה משיעור גידול נמוך בנוסעה ביחס לתחזיות החברה (לפירוט ראה תת-פרק 3.1), וכתוצאה מדיחיה טכנית בהכרה בהכנסות, בשיעור של כ- 30% מהכנסות חודש יוני 2013, והכרה בהן בחודש יולי 2013⁵. להערכת החברה, במידה והכנסות יוני 2013 היו מוכרות במועד, יחס הכיסוי ל- 12 החודשים שנסתיימו ביוני 2013 היה עומד על 1.46.

2. התפתחויות אחרונות בפרויקט

2.1 השלמת עסקת מכירת אחזקות שיכון ובינוי לקרן ת.ש.י דרכים

ביום 13/09/2011 התקשרה שיכון ובינוי בהסכם למכירת כלל אחזקותיה בחברה האם לקרן תש"י⁶, תמורת סך של כ- 652 מ' ש"ח, בכפוף להתקיימות מספר תנאים מתלים⁷. ביום 23/12/2012 נחתמה תוספת להסכם המכירה בין שיכון ובינוי ותש"י במסגרתה נקבע, בין היתר, כי תמורת המכירה תועמד על סך של כ- 680 מ' ש"ח (המגלמת שווי לפרויקט של כ- 2.7 מיליארד ש"ח). ביום 04/07/2013, לאחר התקיימות כלל התנאים המתלים, הושלמה עסקת מכירת אחזקות שיכון ובינוי בחברה לתש"י. בנוסף, בד בבד עם מכירת האחזקות של שיכון ובינוי בחברה האם, נחתם הסכם לביצוע הרחבות ושיקום עמוק בקטע המרכזי, בהיקף כולל של כ- 470 מ' ש"ח.

כחלק מהסגירה הפיננסית של הפרויקט, ביום 28/10/1999 נחתם הסכם אשר לפיו, החברה האם הקצתה למדינה, ללא תמורה, 49 כתיב אופציה, המקנים לה זכות השתתפות ב- 49% מן הרווחים הנובעים מתשלומי דיבידנדים ו- 49% מכל שירות של "חוב משני" (כהגדרתו בהסכם). ועדת המכרזים של משרד האוצר יצאה במכרז למכירת אופציית המדינה, ובמהלך יולי 2011, זכתה במכרז נוי חוצה ישראל⁸ (להלן: "נוי חוצה ישראל"); המחיר שנקבע במכרז הינו כ- 1,394 מ' ש"ח⁹. בנוסף, נוי חוצה ישראל המירה חלק מזכויותיה הכלכליות בקטע המרכזי (בהיקף 49%) למניות שליטה (בהיקף 25%). בהינתן כלל העסקאות המתוארות לעיל, להלן מבנה עדכני של החזקות חברת האם¹⁰:

⁴ גידול הנוסעה בכביש במהלך החודשים אוקטובר 2011 - ספטמבר 2012 ביחס לתקופה המקבילה בשנה הקודמת עמד על כ- 13.3%.

⁵ הדיחיה בהכרה בהכנסות נעשתה על רקע העלאת המע"מ שחלה ביום 02/06/2013, ורצונה של החברה להימנע מחיוב 2 תעריפי מע"מ שונים באותה חשבונית.

⁶ שותפות מוגבלת בה שותפים: קרן תשתיות ישראל, הראל, עמיתים, לאומי פרטנרס וקרנות המורים. השותף הכללי בת.ש.י הינו חברת הניהול של הקרן, בה מחזיקה הראל כ- 40%, המנוהלת ע"י ירון קסטנבאום.

⁷ טרם ביצוע המכירה, בעלי השליטה בחברה היו שיכון ובינוי, בשיעור 37.5%, ת.ש.י בשיעור 37.5% ונוי חוצה ישראל בשיעור 25%. התנאים המתלים כללו, בין היתר, קבלת אישורי המדינה, הגורמים המממנים ורגולטורים נוספים.

⁸ נוי חוצה ישראל הינה שותפות מוגבלת, בה שותפים קרן נוי וגופים מוסדיים שונים. השותף הכללי הינו חברה המנוהלת ע"י פני כהן, רן שלח וגלעד בושביץ, מנהלי קרן נוי. קרן נוי הוקמה ע"י פועלים שוקי הון וכלל ביטוח ושותפים בה גופים מוסדיים שונים.

⁹ המחיר שנקבע הינו לכל הכביש, לרבות הקטע המרכזי.

¹⁰ להלן קישור [לפעולת דירוג דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ- דצמבר 2011](#), הכוללת פירוט בנוגע לשינוי מבנה ההחזקות והשפעותיו.

מספר דירקטורים	זכויות הצבעה ושליטה	זכויות כלכליות	
4	75%	51%	ת.ש.י דרכים
2	25%	49%	נוי חוצה ישראל

2.2. מחלוקת עם המדינה בנושא מנגנון האכיפה ושינוי מדרג הקנסות

ביום 30/05/2011 התקבל מכתב מטעם המדינה, באשר לעודפים שהצטברו, לטענת המדינה, אצל הזכייין, מפעולות אכיפה עד לשנת 2009, בסך של כ- 64 מ' ₪, וכוונתה להביא להפחתה משמעותית של שיעורי הפיצוי והחזר ההוצאות (בגין האכיפה). בתאריך 08/08/2012 המליץ מנכ"ל משרד התחבורה על הפחתת הקנסות, כך ששיעור ההפחתה ינוע בטווח של 50%-10% בגין הקנסות השונים; המלצת מנכ"ל משרד התחבורה לא יושמה בפועל.

ביום 23/01/2013 התבקשה הרשות הממונה לערוך בדיקה מעודכנת של כלל הנתונים הנוגעים לפעילות האכיפה בשנים 2010-2011. לצורך בדיקה זו מינתה הרשות הממונה את חברת עדליא יעוץ כלכלי בע"מ כיועץ מטעמה (להלן: "היועץ המקצועי"). בהתאם לבדיקתו של היועץ המקצועי, ובכפוף לעיקרון המתווה בתקנות לפיו סך סכומי הפיצוי והחזרי ההוצאות יהיו תואמים את סכומם הכולל של ההוצאות בפועל, הכרוכות באכיפת הגביה בכביש האגרה¹¹, גיבשה הרשות הממונה את המלצותיה לקביעת סכומי הפיצוי והחזר הוצאות. להלן טבלה המסכמת את המלצותיהם של הרשות הממונה ומנכ"ל משרד התחבורה ביחס לסכום המקורי:

אי-פירעון חשבון במועד*:	הסכום המקורי (₪)	הסכום המתוקן בהתאם להמלצות הרשות הממונה (₪)	שיעור השינוי ביחס לסכום המקורי	הסכום המתוקן בהתאם להמלצות מנכ"ל משרד התחבורה (₪)	שיעור השינוי ביחס לסכום המקורי	שיעור השינוי ביחס לסכום המקורי
חשבון ראשוני	16	4.6	-10%	14.4	-71%	-71%
חשבון נוסף ראשוני	33	9.4	-20%	26.4	-71%	-71%
חשבון נוסף שני	67	19.1	-50%	33	-71%	-71%
חשבון נוסף שלישי	67	19.1	-50%	33	-71%	-71%

* עלויות בגין אמצעי גבייה נוספים (כגון: עיכוב רכב, גרירת רכב וכדומה) לא שונו.

נכון למועד הדוח, טרם יושמה החלטה לגבי העודפים, לטענת המדינה, מפעולות אכיפה, כפי שתוארה לעיל. לדברי החברה, נקבע שימוע בנושא בראשות מנכ"ל משרד התחבורה, שיתקיים במהלך החודשים הבאים. יש לציין כי, להערכת החברה, במידה ומנגנון האכיפה ישונה, השפעתו על הכנסות הפרויקט תחל משנת 2015. עם זאת, להערכת החברה, סך ההכנסות מאכיפה בקטע 18 יסתכמו בשנת 2015 בכ- 2 מ' ₪ בלבד.

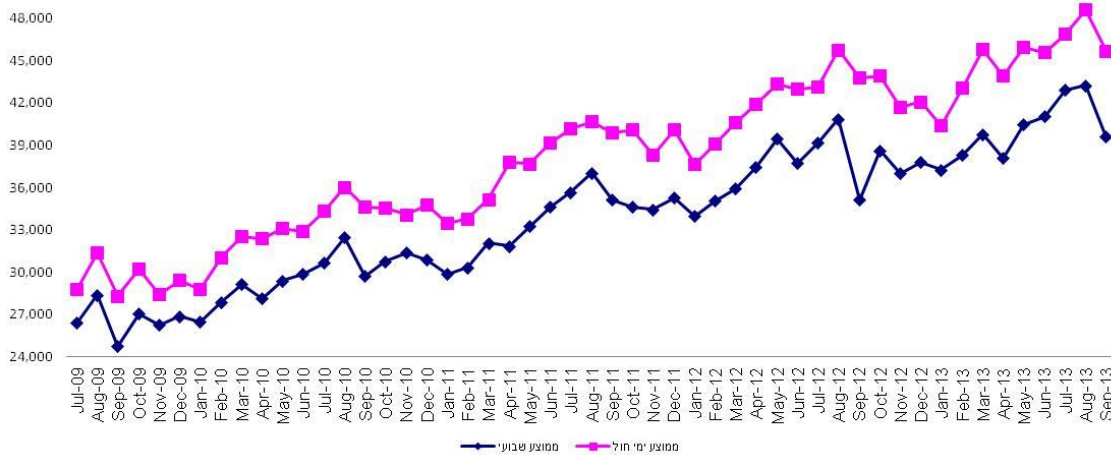
¹¹ אך לא ייצרו לזכייין מקור הכנסה.

3.1. היקפי נסועה והכנסות

מנתוני הנסועה בפועל, החל ממועד פתיחת הכביש לתנועה ביולי 2009, ועד לספטמבר השנה, ניתן להבחין במגמת עלייה (ramp-up), האופיינית לכבישים בתחילת הפעלתם. הכביש פתוח לתנועה מזה ארבע שנים, ומגמת העלייה בהיקפי הנסועה נמשכת. עפ"י נתוני המפעיל, החל ממועד הפעלת קטע 18, קיימת עלייה מתמדת בנסועה החודשית בהשוואה לחודש המקביל בשנה הקודמת. עוד ניתן להבחין כי, ממוצע הנסועה בימי חול גבוה בעקביות מנתוני ממוצע הנסועה השבועי; נתון זה משקף, בין היתר, את השיעור הגבוה של משתמשי יום-יום בכביש (Commuters). להערכת החברה, מגמת העלייה בנסועה צפויה להימשך כתוצאה מהרחבת הנתיבים בקטע המרכזי שתאפשר קיבולת נסועה גדולה יותר. כשבוחנים את תכנית החומש להרחבות של הקטע המרכזי בשנים 2013-2017 ניתן לראות כי, הפרויקטים המרכזיים בחמש השנים הקרובות הם: ביצוע הרחבות בקטע בן שמונה נחשונים, אשר הסתיים ונפתח לתנועה לכל אורך הקטע, בשני הכיוונים; ביצוע הרחבה בקטע ניצני עוז - באקה, ההרחבה צפויה להסתיים עד המחצית הראשונה של 2014; ביצוע הרחבות בקטע באקה - עירון, העבודות צפויות להסתיים בשנת 2015. בנוסף להרחבות שצוינו לעיל, יש לציין כי קיימות הרחבות של כבישי רוחב, המזינים את הקטע המרכזי, וביניהן הרחבת כביש מכבית-471, הרחבת כביש 531 והרחבת כביש 9.

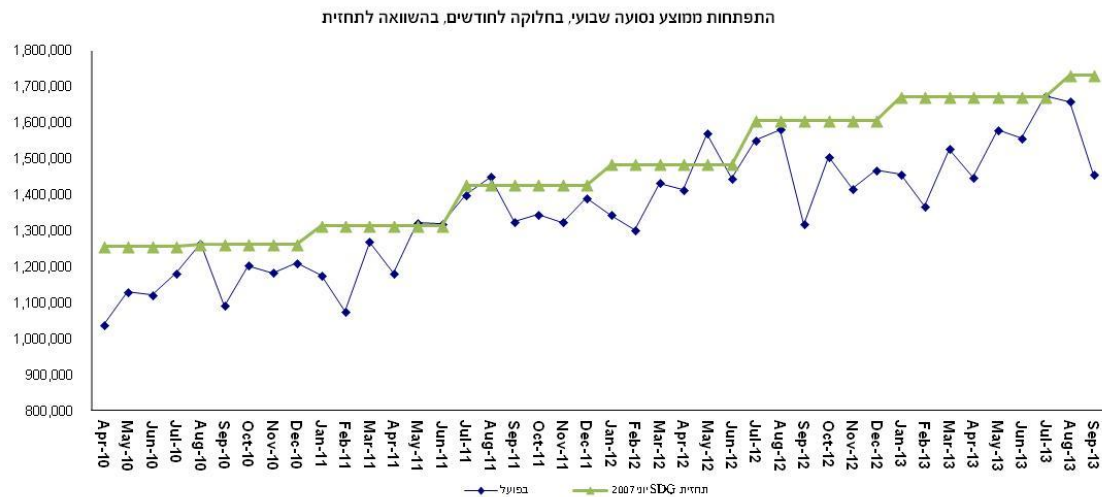
להלן גרף המתאר את התפתחות ממוצע הנסועה, בחלוקה לחודשים, החל ממועד ההפעלה של הכביש:

התפתחות ממוצע נסועה יומי בחלוקה לחודשים (ממוצע שבועי, ממוצע ימי חול)



עם זאת, בשלוש וחצי השנים האחרונות, לרוב, ממוצע הנסועה השבועי, בחלוקה לחודשים, נמוך מהתחזית, בשיעור ממוצע של כ-7% (למעט חודשים אוגוסט 2011 ומאי 2012, בהם הממוצע השבועי היה גדול בכ-2% וכ-6%, בהתאמה). ראוי לציין כי, במהלך 12 החודשים האחרונים (אוקטובר 2012 - ספטמבר 2013), שיעור הגידול בנסועה הינו כ-6.5% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, שיעור גידול הנמוך באופן מהותי משיעור הגידול בתקופה המקבילה אשתקד. שיעור הגידול הנמוך יחסית נובע מעבודות בקטעים הצפוניים של הקטע המרכזי (הרחבות בקטעים מניצני עוז וצפונה) אשר החלו לפני כ-6 חודשים, ויצרות השפעה שלילית על היקפי הנסועה בקטע 18. נכון לסוף ספטמבר 2013, ממוצע הנסועה השבועי בשנת 2013, בחלוקה לחודשים, הינו בשיעור כ-84% מהתחזית, לעומת כ-93% בתקופה המקבילה

אשתקד. ראוי לציין כי, באופן עקבי נמצא פער גדול יחסית בין התחזית לבין הנוסעה בפועל בחודש ספטמבר בכלל, ובשנה זו בפרט¹², וזאת לאור החגים בחודש זה. להלן גרף המציג את התפתחות ממוצע הנוסעה השבועי של הכביש בפועל, בחלוקה לחודשים, בהשוואה לנתוני התחזית:



להלן טבלאות המתארות את התפתחות היקפי הנוסעה והכנסות בכביש, בחתכים חצי-שנתיים ובחתכים שנתיים (בא' ש):

2011	2012	1H2011	1H2012	1H2013	
15,573	17,345	7,343	8,506	8,935	נוסעה (sections באלפים)
15.1%	11.4%	14.9%	15.8%	5%	שינוי ב- %
64,518	75,074	30,039	36,568	37,612	אגרה
1,955	2,199	936	1,077	1,154	וידאו
1,150	1,432	545	638	756	אכיפה
67,623	78,705	31,520	38,283	39,522	סה"כ

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג

ההכנסות¹³ מאגרה, המהוות את עיקר ההכנסות בכביש (כ- 95%, בתקופות שצוינו בטבלה לעיל), עלו בכ- 16.4% בין השנים 2011-2012 ובכ- 2.9% בין חציון הראשון של שנת 2013, לעומת חציון ראשון 2012. ההכנסות משירות וידאו, המהוות כ- 3% מסך ההכנסות בכביש, עלו בכ- 12.5%, בין השנים 2011-2012, ובכ- 7.1%, בין החציון הראשון של שנת 2013, לעומת החציון הראשון של שנת 2012. ההכנסות מאכיפה, המהוות כ- 2% מסך ההכנסות בכביש, עלו בכ- 24.5%, בין השנים 2011-2012, ובכ- 18.5%, בין חציון הראשון של שנת 2013, לעומת חציון ראשון 2012. מפילוח המשתמשים

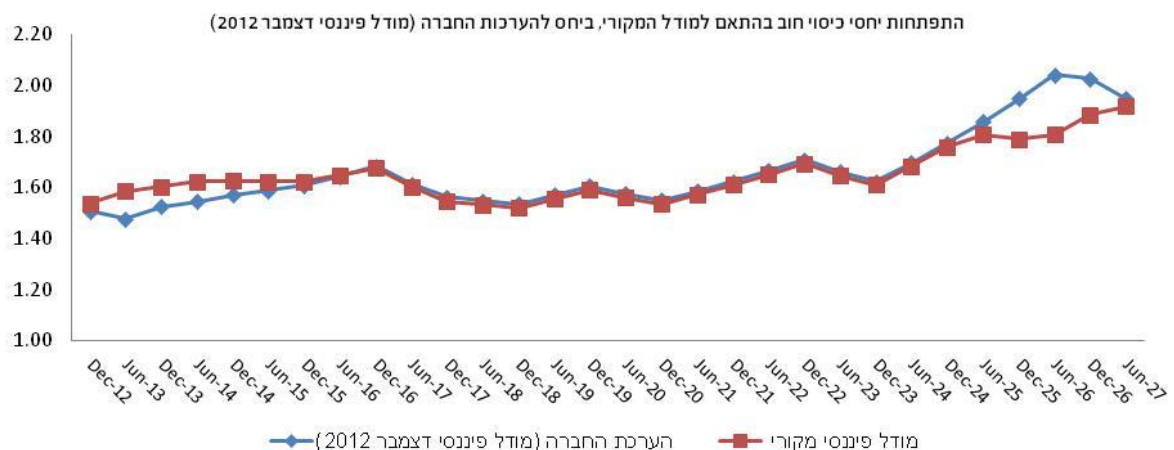
¹² בשנת 2013 חג סוכות חל במהלך חודש ספטמבר

¹³ ההכנסות בכביש מושפעות, בין היתר, ממנגנון עדכון תעריף הנסיעה, כך שישקף את השינויים במדד המחירים לצרכן והעלאת התעריף מדי שנה, בשיעור 1.5% ריאלית.

בכביש, בחודש ספטמבר 2013, עולה כי כ- 88.5% מהמשתמשים בכביש הינם כלי רכב פרטיים, כ- 11.2% הינם משאיות וכ- 0.3% הינם אופנועים.¹⁴

מפילוח המשתמשים לפי אופן התשלום, בחודש ספטמבר 2013, עולה כי, כ- 55.6% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל¹⁵, כ- 30% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידאו, ואילו היתרה, בשיעור כ- 14.4% הינם מזדמנים, אשר זוהו באמצעות מערכת הווידאו. שיעור הגבייה ממשתמשי שירות הווידאו במהלך 12 החודשים האחרונים, שנסתיימו ביוני 2013, הינו כ- 87%. אמצעי האכיפה מעלים את שיעור הגבייה בחלוף הזמן. שיעור גביית האגרה המשוקלל בכביש ל- 12 החודשים שנסתיימו ביוני 2013 הינו כ- 99%. יש לציין כי, שיעור הגידול בהכנסות במחצית הראשונה של שנת 2013 נמוך באופן מהותי לעומת התקופה המקבילה אשתקד. לדברי החברה, הקיטון בשיעור הגידול בהכנסות נובע מעבודות הרחבה, המתבצעות בקטעים הצפוניים של הקטע המרכזי, אשר השפיעו באופן שלילי על הגידול בנסועה, כמתואר לעיל, ומדחיית הכרה בהכנסות מחודש יוני 2013 לחודש יולי 2013 (כמפורט בתת-פרק 3.2).

3.2. יחסי כיסוי שירות החוב



החוב (קרן וריבית) החל להיפרע ביוני 2011, בתשלומים חצי-שנתיים, כאשר הפירעון הסופי יחול ביוני 2027. יחסי הכיסוי (ADSCR), בפועל, לשנת 2012 ול- 12 החודשים שנסתיימו ביוני 2013 הינם 1.51 ו- 1.41¹⁶, בהתאמה. זאת, לעומת יחסי כיסוי של 1.54 ו- 1.59 במועדים אלו, בהתאם למודל הפיננסי המקורי. יחס הכיסוי ADSCR בפועל, נכון ליוני 2013, נמוך מיחס הכיסוי שחושב בדצמבר 2012 (1.51), ונמוך מיחס הכיסוי שהוערך בדצמבר 2011 לתקופה זו (1.48), כתוצאה משיעור גידול בנסועה נמוך ביחס לתחזיות החברה (לפירוט ראה תת-פרק 3.1) ובעקבות דחייה טכנית בהכרה בכ- 30%

¹⁴ אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

¹⁵ משרד אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.

¹⁶ העדכון האחרון של המודל הפיננסי ע"י החברה נעשה בדצמבר 2012. כתוצאה מכך, יחס הכיסוי שחושב ביוני 2013 בפועל, שונה מיחס הכיסוי המוצג בגרף שלעיל במועד זה.



מהכנסות חודש יוני 2013, והכרתן בחודש יולי 2013¹⁷. לדברי החברה, במידה והכנסות יוני 2013 היו מוכרות במועד, יחס הכיסוי ל-12 החודשים שנסתיימו ביוני 2013 היה עומד על 1.46. להערכת החברה, יחסי הכיסוי ימשיכו לשקף יציבות בשתי תקופות החישוב הקרובות, כתוצאה משיעור גידול דומה בתזרים לשירות חוב ובתשלומי החוב. בהתאם להערכות החברה, יחס הכיסוי בדצמבר 2013 צפוי להיות 1.53, כמתואר בגרף לעיל. יציין כי, נכון למועד כתיבת הדוח, תשלומי קרן וריבית בגין החוב שולמו כסדרם.

3.3. קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכיון התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת שירות החוב בפרויקט. להלן פירוט הקרנות נכון לתאריך 30/06/2013:

1. **קרן לשירות החוב:** כ- 24.8 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. בגובה 6 חודשי שירות חוב.
2. **קרן לשיקום עמוק:** קרן הנצברת במהלך 4 שנים טרם מועד השיקום העמוק (שיקום עמוק יבוצע פעמיים במהלך תקופת הזיכיון, בשנים 2018 ו-2028). שיקום עמוק אינו צפוי במהלך 4 השנים הקרובות ובשלב זה, הקרן ריקה.
3. **קרן תפעול:** כ- 4.7 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. תישמר עד לפירעון מלא של החוב.
4. **חשבון ה- Excess Cash¹⁸:** היתרה בחשבון זה הינה כ- 11.9 מ' ₪; בהתאם לנדרש בהסכמי המימון.

3.4. ערבויות וביטוחים

- בהתאם להסכמי המימון, קיימות הערבויות הנדרשות, בין היתר, להבטחת זכויות המדינה בקשר לפרויקט ולהבטחת תחזוקתו (לפירוט - ראה דוח הדירוג הראשוני).
- בהתאם להסכמי המימון, במקרה שהחברה אינה יכולה להחזיר סכומים שהתחייבה, ולחברה האם ישנם עודפים לחלוקה לבעלי המניות או בעלי החוב הנחות, החברה האם תהיה מחויבת לתמוך בחברה בסכומים, שיאפשרו לה לעמוד בכל התשלומים של החוב (Top Up Payment), וזאת, בסכום של עד 5 מ' ₪ בשנה, למשך תקופה של 6 שנים (עד לסכום כולל של 30 מ' ₪). בחינת נתוני חברת האם אינם מצביעים על שינוי ביכולתה לספק בטוחה זו, בטווח הקרוב.
- מערך ביטוחי, כנדרש בהסכמי המימון.

¹⁷ הדחייה בהכרה בהכנסות נעשתה על רקע העלאת המע"מ שחלה ביום 02/06/2013, ורצונה של החברה להימנע מחיוב 2 תעריפי מע"מ שונים באותה חשבונית.

¹⁸ Excess Cash - חשבון זה מרכז את הסכומים הנותרים לחברה, לאחר תשלום כלל ההוצאות התפעוליות, תשלומי החוב, הריבית והעמלות וכל תשלום אחר על פי הסכם החשבונות, המגדיר את החשבונות בפרויקט ואת מפל התשלומים.

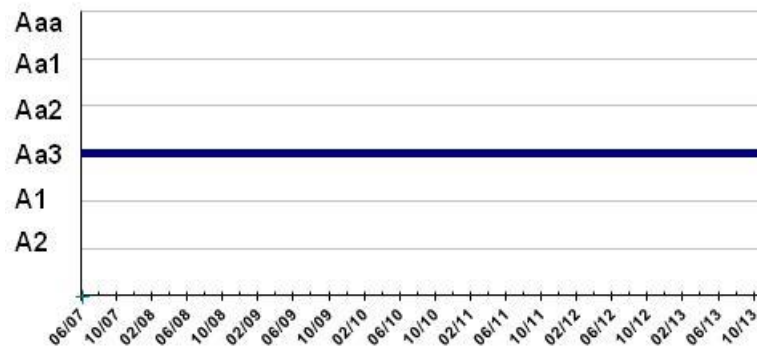
דרך ארץ הייוויז קטע 18 (2007) בע"מ (להלן: "הזכיין" או "החברה") הינה חברה, בבעלות מלאה של חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ (להלן: "החברה האם") - בעלת הזיכיון מממשלת ישראל להקמה ותפעול של הקטע המרכזי של כביש חוצה ישראל (להלן: "הקטע המרכזי"). חוזה הזיכיון בין החברה האם והמדינה נחתם לתקופה של 30 שנה ומסתיים ביום 19 ביולי 2029. בתום תקופת הזיכיון על החברה האם למסור את הכביש למדינה, ללא תמורה. בינואר 2006 נחתמה התוספת השנייה להסכם הזיכיון בין ממשלת ישראל (להלן: "הסכם הזיכיון") לבין חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ, לפיה הוכלל קטע 18 (להלן: "הפרויקט" או "הכביש" או "קטע 18") ככביש אגרה בחוזה הזיכיון שנחתם עם החברה האם. החברה לקחה על עצמה את התחייבויותיה של החברה האם כלפי המדינה, על פי הסכם הזיכיון, בקשר לביצוע הפרויקט. על פי הסכם זה, על החברה לממן, לבנות, להפעיל, ולתחזק את קטע 18, לתקופה שתסתיים עם סיום תקופת הזיכיון של הקטע המרכזי ביולי 2029. ביוני 2007 התקיימה הסגירה הפיננסית של פרויקט קטע 18. תעודת הגמר ואישור הפעלת הכביש ניתנו ביום 20 ביולי 2009, היום בו נפתח הכביש לתנועה (כ-8 חודשים לפני המועד המתוכנן). 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 (חלק מכביש 70) לואדי עארה (חלק מכביש 65) ולהקטין את התלות בכביש 65 כחלופת נסיעה בצפון.

5.1 גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

- עלייה בהיקפי הנסועה בצורה משמעותית ושיפור משמעותי ומתמשך ביחסי כיסוי החוב

5.2 גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

- אי-עמידה משמעותית ומתמשכת בתחזיות התנועה וביחסי הכיסוי, בפועל, לעומת התחזית
- שינוי לרעה בנתונים כלכליים או בסביבה רגולטורית הקשורים בפרויקט



7. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דירוג אחרון: נובמבר 2012

- [דוח דירוג ראשוני - דרך ארץ הייוויז קטע 18 \(2007\) בע"מ](#)
- [דרך ארץ הייוויז קטע 18 \(2007\) בע"מ - דוח מעקב נובמבר 2012](#)
- [דוח מתודולוגי - מימון פרויקטים ותשתיות בישראל](#)

היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב, מכל סוג, שנסע בכביש, ללא קשר למספר המקטעים שבהם נסע, ייספר כ- Trip אחד	Trips
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש, יחושב כנסיעה אחת, ללא התחשבות במספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב (משאית משוקלת פי 3, אופנוע משוקלת פי 0.5)	Journeys
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש יחושב לפי מספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב	Sections

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וזכוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וזכוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וזכוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כזכוכות 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, וזכוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וזכוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וזכוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב. 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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.