



דרך ארץ הייווייז קטע 18 (2007) בע"מ

דוח מעקב | ינואר 2015

1

אנשי קשר:

ישי טריגר, אנליסט בכיר

yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, אנליסט בכיר

yuvals@midroog.co.il

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

סוג	יתרת חוב (מ' ש) ליום 30.06.14 ¹	ריבית קבועה	יתרת פירעון	דירוג	אופק
חוב בכיר	720	4.76%	2015-2027	Aa3	יציב

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

1. שיקולים עיקריים לדירוג

בקביעת דירוג הפרויקט, מסתמכת מידרוג על המתודולוגיה לדירוג כבישי אגרה, המתבססת על המתודולוגיה של Moody's לדירוג כבישי אגרה פעילים (Operational Toll Roads) וכן על המתודולוגיה הגנרית של Moody's למימון פרויקטים (Generic Project Finance). במסגרת הדירוג, נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) הפרויקט מחבר בין שני עורקי התחבורה העיקריים המקשרים את מישור החוף לצפון הארץ (כביש 65 וכביש 70); (2) הפרויקט הינו המשכו הישיר של הקטע המרכזי (בעל היקפי נסועה מבוססים מזה זמן, ובמגמת עלייה עקבית); (3) ניסיון קבלני הביצוע, בעלי הפרויקט ומנהליו (Track-Record), כ- 5 שנות הפעלה; (4) התפתחות הנסועה והכנסות הפרויקט הינן במגמה חיובית, אך היקפי הנסועה טרם הגיעו להיקפים המצוינים בתחזית הנסועה² באופן פרמננטי; (5) סוג ומגוון הלקוחות בפרויקט, אשר מרביטים מנויים; (6) יחס הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר, בפועל, בשנת 2014 עמד על כ- 1.47, ובהתאם למודל הפיננסי החל מ- 2015 ועד סוף תקופת החוב, יחס הכיסוי (ADSCR) הממוצע הינו כ- 1.70, והמינימאלי הינו כ- 1.50; (7) קיום רשת ביטחון חלקית מטעם המדינה (אין ברשת הביטחון להבטיח כיסוי מלא של החוב).

2. התפתחויות אחרונות בפרויקט

2.1 עדכון מנגנון האכיפה- שינוי היקף הקנסות

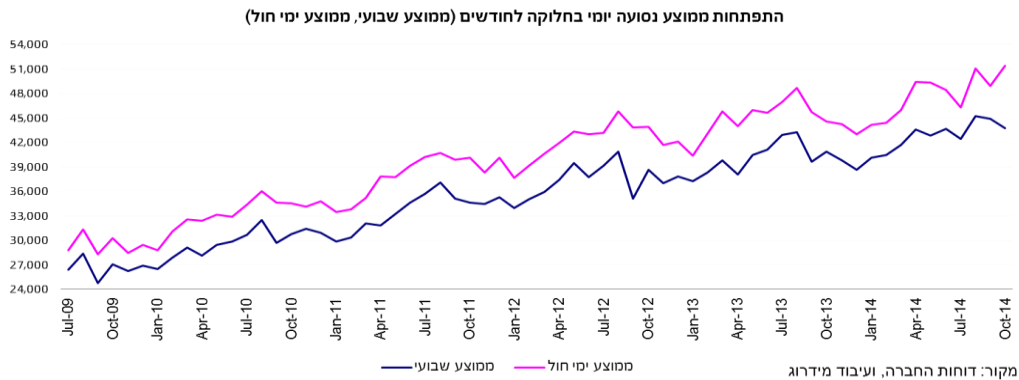
ביום 05/11/2014 החליטה המדינה כי מנגנון האכיפה למשתמשי הכביש יעודכן, כך שלאחר העדכון שיעור הקנס ישקף קיטון של כ- 40% בהכנסות מאכיפה ביחס למצב עד כה. יש לציין, כי במודל הפיננסי המעודכן, נלקחה בחשבון הפחתה בשיעור של כ- 30% בהכנסות מאכיפה, אשר מייצגת קיטון של כ- 450 א' ש בשנת 2015³. החברה מעריכה כי הפחתה של כ- 40% תוביל לקיטון של כ- 600 א' ש, כלומר קיטון נוסף של כ- 150 א' ש ביחס למודל הפיננסי המעודכן. מבדיקה שנערכה, יחס הכיסוי, לאחר העדכון בקשר עם ההפחתה ל- 40% בהכנסות מאכיפה, יפגע באופן מינורי. שינוי מינורי זה ביחסי הכיסוי של הפרויקט נלקח בחשבון בדירוג. יש לציין כי המחלוקת בנוגע לעודפים שהצטברו, לטענת המדינה, אצל הזכייין (על הקטע המרכזי של כביש 6) מפעולות אכיפה עד 2009 המוערכות בין 64-112 מ' ש, טרם נפתרה. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא.

¹ במונחי יוני 2013.

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

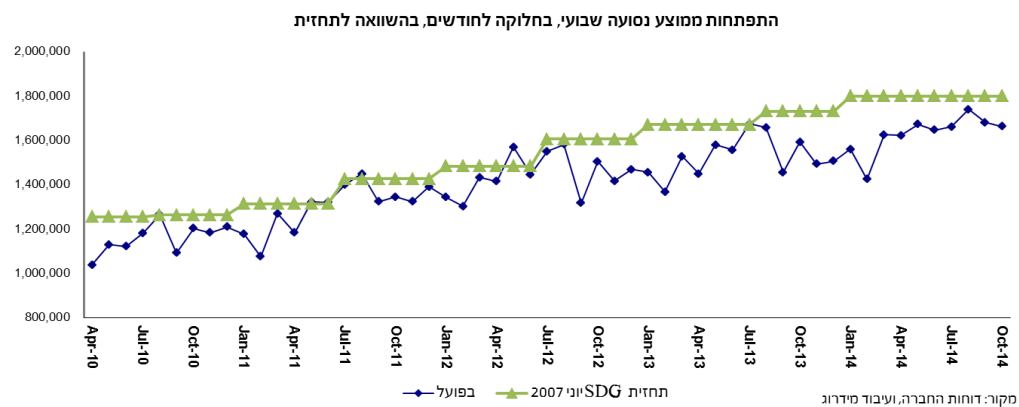
³ החל משנת 2016 קיים גידול שנתי בהכנסות מאכיפה כתוצאה מהצמדות למדד המחירים לצרכן וגידול בנסועה.

2.2. התפתחות היקפי נסועה



מנתוני הנסועה בפועל, החל ממועד פתיחת הכביש לתנועה, ביולי 2009, ועד לאוקטובר 2014, ניתן להבחין במגמת עלייה (Ramp-Up), האופיינית לכבישים בתחילת הפעלתם. כמו כן, ממוצע הנסועה בימי חול גבוה בעקביות מנתוני ממוצע הנסועה השבועי. נתון זה משקף, בין היתר, את השיעור הגבוה של משתמשי יום-יום בכביש. להערכת החברה, מגמת העלייה בנסועה צפויה להימשך כתוצאה מהרחבת הנתיבים בקטע המרכזי שתאפשר קיבולת נסועה גדולה יותר. בנוסף לכך, יש לציין כי קיימות הרחבות של כבישי רוחב, המזינים את הקטע המרכזי, וביניהן הרחבת כביש 471-מכביש 9. הרחבת כביש 531 והרחבת כביש 9.

להלן גרף המציג את התפתחות ממוצע הנסועה השבועי של הכביש בפועל, בחלוקה לחודשים, בהשוואה לנתוני התחזית:



כפי שניתן לראות לעיל, בשנתיים וחצי האחרונות ממוצע הנסועה השבועי, בחלוקה לחודשים, נמוך מהתחזית, בשיעור ממוצע של כ- 9%. במהלך 12 החודשים אשר הסתיימו באוקטובר 2014, שיעור הגידול בנסועה הינו כ- 6% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. ראוי לציין כי שיעור הגידול הנמוך יחסית בשנים 2013-2014, נובע מעבודות בקטעים הצפוניים של הקטע המרכזי (הרחבות בקטעים מניציני עוז וצפונה) אשר הסתיימו בדצמבר 2014, ויוצרו השפעה שלילית על היקפי הנסועה בקטע 18.

2.3. התפתחות הכנסות

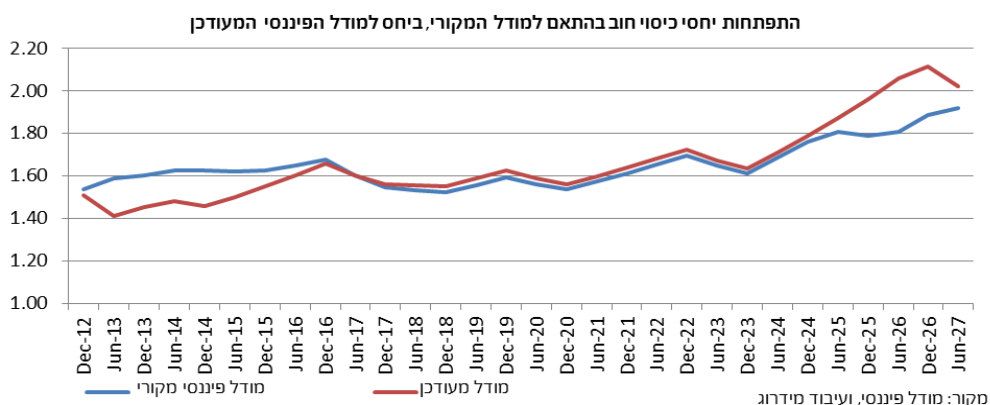
להלן טבלאות המתארות את התפתחות היקפי הנוסעה והכנסות בכביש, בחתכים חצי-שנתיים ובחתכים שנתיים (בא' ש):

2011	2012	2013	1H2012	1H2013	1H2014	
15,573	17,345	18,312	8,506	8,935	9,547	נסועה (sections באלפים)
NR	11.4%	5.6%	NR	5.0%	6.8%	שינוי ב- %
64,518	75,073	82,585	36,568	37,660	43,073	אגרה
1,955	2,199	2,506	1,077	1,160	1,313	וידאו
1,150	1,432	1,490	638	771	807	אכיפה
67,623	78,704	86,581	38,283	39,591	45,192	סה"כ

מקור: נתוני החברה, ועיבודי מידרוג

ההכנסות מאגרה, המהוות את עיקר הכנסות הפרויקט (כ- 95% בשנים 2011-2013), עלו בכ- 28%, בין השנים 2011-2013, ובכ- 14% בין המחצית הראשונה של שנת 2013 למחצית הראשונה של שנת 2014. ההכנסות משירות וידאו, המהוות כ- 3% מסך הכנסות הפרויקט (בשנים 2011-2013), עלו בכ- 31%, בין השנים 2011-2013, ובכ- 18% בין המחצית הראשונה של שנת 2013 למחצית הראשונה של שנת 2014. היקף הנוסעה במחצית הראשונה של שנת 2014 גדל בכ- 6.8% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, לעומת זאת סך הכנסות גדלו במחצית הראשונה של שנת 2014 בכ- 14% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. מפילוח המשתמשים בכביש בחודש אוקטובר 2014, עולה כי כ- 88.4% מהמשתמשים בכביש הינם כלי רכב פרטיים, כ- 11.3% הינם משאיות וכ- 0.3% אופנועים⁴. מפילוח המשתמשים לפי אופן התשלום, בחודש אוקטובר 2014, עולה כי כ- 54.6% הינם מנויים אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל⁵, כ- 29.9% הינם מנויים אשר חויבו באמצעות מערכת הווידיאו, ואילו היתרה, בשיעור כ- 12.5%, הינם מזדמנים. שיעור הגבייה המשוקלל בכביש, עבור 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2014, הינו כ- 99%.

2.4. יחסי כיסוי ושירות החוב



יחס הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר, בפועל, בשנת 2013 עמד על כ- 1.45 ובשנת 2014 עמד על כ- 1.47, לעומת יחס כיסוי של כ- 1.60 וכ- 1.63 במודל הפיננסי המקורי (תחזיות SDG), בהתאמה. בהתאם למודל הפיננסי החל משנת 2015

⁴ אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

⁵ משדר אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.



ועד לסוף תקופת החוב, יחס הכיסוי (ADSCR) הממוצע הינו כ- 1.70, והמינימאלי הינו כ- 1.50. להערכת החברה, יחסי הכיסוי בשנים הקרובות ימשיכו לשקף יציבות וזאת לאור שיעור הגידול בהיקף הנסועה כפי שהיא משתקפת בתחזית החברה.

2.5. קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכייין התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת שירות החוב בפרויקט. להלן פירוט הקרנות נכון לתאריך 30/06/2014:

1. **קרן לשירות החוב:** כ- 27 מ' ש, 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 2019 ו-2028). שיקום עמוק אינו צפוי במהלך 4 השנים הקרובות ובשלב זה, הקרן ריקה.
3. **קרן תפעול:** כ- 4.8 מ' ש, בהתאם לנדרש. תישמר עד לפירעון מלא של החוב.
4. **חשבון ה- Excess Cash⁶:** היתרה בחשבון זה הינה כ- 12 מ' ש; בהתאם לנדרש בהסכמי המימון.

2.6. 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' ש בשנה, למשך תקופה של 6 שנים (עד לסכום כולל של 30 מ' ש). בחינת נתוני חברת האם אינם מצביעים על שינוי ביכולתה לספק בטוחה זו, בטווח הקרוב.
- מערך ביטוחי, כנדרש בהסכמי המימון.

2.7. תביעות מהותיות

ביום 22/07/2014 הוגשה תביעה ייצוגית על סך 278 מ' ש (הנתבעת הינה חברת האם), אשר עניינה חיוב מנוי על נסיעה בכביש 6 בגין רכב אשר במועד הנסיעה לא היה עוד בבעלותו. לדעת הנהלת החברה ויועציה המשפטיים, בשלב ראשוני זה, עוד טרם הוגשה תגובת החברה לבקשה ועוד בטרם נבחנו הטענות והעילות בקשר עם התביעה, לא ניתן להעריך את סיכויי התביעה להתקבל. בדוחות הכספיים של החברה לא נכללה הפרשה בגין תביעה זו. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא האמור.

⁶ 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.

4. אופק הדירוג

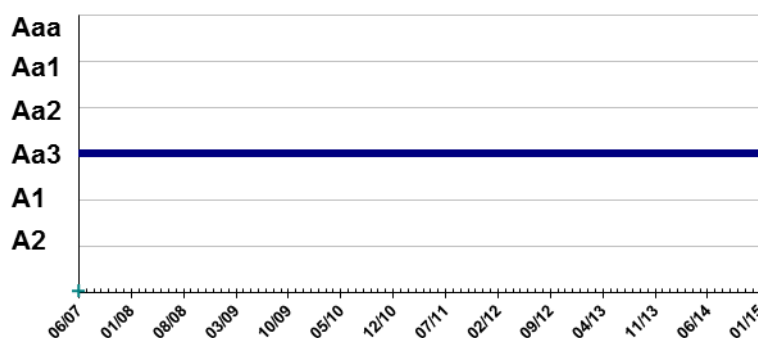
4.1 גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

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

4.2 גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

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

5. היסטוריית דירוג



מועד דירוג אחרון: נובמבר 2013

[דוח דירוג ראשוני - דרך ארץ הייוויז קטע 18 \(2007\) בע"מ](#)

[דרך ארץ הייוויז קטע 18 \(2007\) בע"מ - דוח מעקב נובמבר 2013](#)

[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 המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין של 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 שאלה 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") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרחני. 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 לסיכונים 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.