



חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

דוח מעקב | מאי 2014

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 הלר - סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

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

חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa	ISSUER דירוג
------------------	-----	--------------

מידרוג מותירה את דירוג יכולת הפירעון הכוללת של חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ (להלן: "החברה" או "חנ"י") בדירוג Aaa באופק יציב, על כנו.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ה-BCA¹ של חנ"י מושפע מהיותה בבעלות ממשלתית מלאה ובעלת חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל, אשר מאופיינת בכלכלת "אי-בודד", ואשר הינה היעד הסופי למטעני הסחורות המגיעים לארץ (הפעילות בנמלי ישראל מהווה כ-98% מסך פעילות היבוא/יצוא בישראל); חנ"י אחראית על תשתית הייצוא המשמעותית ביותר במדינה; חנ"י אחראית על המקרקעין והתשתיות הדרושים לפעילות הנמלים, ניהולם, פיתוחם והפיקוח עליהם לתקופה של 49 שנים; הסקטור מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים ביותר, ללא תכניות לשינוי מבני כלשהו בחנ"י; יצוין כי, פעילות חנ"י מפוקחת ע"י רשות הספנות והנמלים (להלן: "רספ"ן"), הקיימת מזה כ-9 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות ושקיפות; עלויות הפיתוח של חנ"י ממומנות ממקורותיה העצמאיים וגיוס חוב חיצוני, במקרה הצורך², ובהתאם לתקציב הפיתוח שמועבר לרספ"ן ומאשר ע"י שר האוצר ושר התחבורה; מרבית הכנסותיה של חנ"י אינן קבועות. עם זאת, חשיפתה של חנ"י להיקפי תנועת סחורות בנמלים ממותנת משמעותית, הודות להיקפי ביקוש קשיחים ולרוב, במגמת עלייה; התעריפים לגביה מתעדכנים מדי שנה, בהתאם ללוח תעריפים מוגדר³ ובצמוד למדדים שונים⁴; היבטים אלו מקנים לחנ"י יציבות ורמת ודאות גבוהה, באשר לתזרים המזומנים; חנ"י מתאפיינת בביצוע חסר של יעדי תקציב הפיתוח והשוטף (אין חריגות תקציביות), על אף היקפם ומורכבותם, אשר ימשיכו להיות משמעותיים ביותר. חשיפותיה בהיבטי בצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות, ממותנות משמעותית, בין היתר, הודות להכרה בעלויות בצ"מ בתקציב הפיתוח. קיימת אי-ודאות מסוימת באשר להשפעת הרפורמה בתעריפים על הכנסות החברה, הנסמכות באופן מהותי על סיכוני האשראי של חברות הנמל (עם זאת, יצוין כי חנ"י אדישה לנמל בו תעבור הסחורה). יצוין כי, ההנחה בבסיס הדירוג הינה כי תכניות פיתוח עתידיות, באישור הרגולטור, יותאמו ויגובו במבנה תעריפים או בקיומם של מקורות מימון אחרים ההולמים את רמת הדירוג.

מידרוג מעריכה את התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאד ואת הסבירות לתמיכה מיוחדת כגבוהה. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בסיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה, בחשיפה למשברים גיאופוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי והיותה בבעלות מלאה של המדינה (כ-100%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצהרת הפקידות הבכירה בדבר תמיכה בחברה⁵, במידת הצורך, ובחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה. שחיקה בהערכת הקשר בין החברה למדינה, כאמור לעיל, עלולה להוביל להורדת דירוג.

¹ Baseline Credit Assessment

² נכון למועד הדוח, לחברה אין חוב פיננסי.

³ צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (שירותי נמל), התש"ע-2010.

⁴ שכר העבודה (53%), מדד המחירים לצרכן (37%) ומדד המטבעות (10%), לפי ממוצעי החודש הקודם לעדכון (דולר ארה"ב - 20% ואירו - 80%).

⁵ וכן אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה.

2. התפתחויות עסקיות עיקריות

2.1. פרסום מכרזים להקמה ושלב המיזן המוקדם להפעלת "נמל המפרץ" ו-"נמל הדרום"

במהלך חודש אוקטובר 2012 פרסמה החברה את שלב המיזן המוקדם (PQ⁶) במכרז לבחירת קבלן ההקמה ל-"נמל הדרום" באשדוד ו/או ל-"נמל המפרץ" בחיפה (להלן: "הנמלים הפרטיים"). בהתאם ל-PQ, על הקבלנים הניגשים למכרז הקמת הנמלים הפרטיים להיות בעלי ניסיון מוכח בהקמת רציפים חדשים, לרבות ניסיון בהקמת שובר גלים בים פתוח, ולעמוד בתנאי סף פיננסיים מחמירים. במהלך חודש יולי 2013 פרסמה חנ"י את מסמכי המכרז להקמת הנמלים הפרטיים עבור החברות אשר עברו בהצלחה את שלב ה-PQ. נכון למועד הדוח, טרם הוחלט מיהן החברות הזוכות במכרז ההקמה שפורסם⁷. במהלך חודש יולי 2013 חנ"י פרסמה בקשה לקבלת מידע (RFI⁸) עבור הפעלתם העתידית של הנמלים הפרטיים. לשלב ה-RFI נענו מספר חברות בינלאומיות אשר הגישו מסמכים שונים המפרטים, בין היתר, את עמדתן בקשר עם התהליך המתנהל בישראל עבור הפעלת הנמלים הפרטיים והשגותיהן בקשר עם תנאי הסף הנדרשים מהמפעילים המיועדים. במהלך חודש נובמבר 2013 פרסמה חנ"י את שלב ה-PQ עבור הפעלת הנמלים הפרטיים אשר לפיו, מפעילים לנמלים הפרטיים ידרשו לעמוד בדרישות שלהלן: (1) הפעלת 3 מסופי מכולות לפחות בין השנים 2011-2012; (2) תנועת מכולות שנתית בכלל המסופים אותם תפעלה בשנים 2011-2012 שהסתכמה בהיקף מינימאלי של 3 מ' TEU⁹, כאשר מסוף אחד לפחות הופעל בהספק שנתי של 750 א' TEU בשנים אלו¹⁰; (3) הון עצמי מינימאלי לסוף שנת 2012 בסך כ- 100 מ' דולר וסך הכנסות מינימאלי בסך כ- 400 מ' דולר. נכון למועד הדוח, טרם הוחלט מיהן החברות אשר עברו את שלב ה-PQ בהצלחה וזכאיות לגשת למכרז ההפעלה העתידי שיפורסם. להערכת החברה, תקופת ההקמה של "נמל המפרץ" בחיפה תימשך כ- 6 שנים בעוד תקופת ההקמה של "נמל הדרום" תימשך כ- 7.5 שנים וזאת, לאור הצורך בבניית רציף עבודה כחלק מעבודות ההקמה¹¹.
נכון למועד הדוח, טרם נקבע סופית המועד עבור תחילת עבודות ההקמה בנמלים הפרטיים.

⁶ Pre-Qualification.

⁷ חשוב לציין כי בכוונת החברה לבחור בקבלני הקמה נפרדים לכל נמל.

⁸ Request For Information.

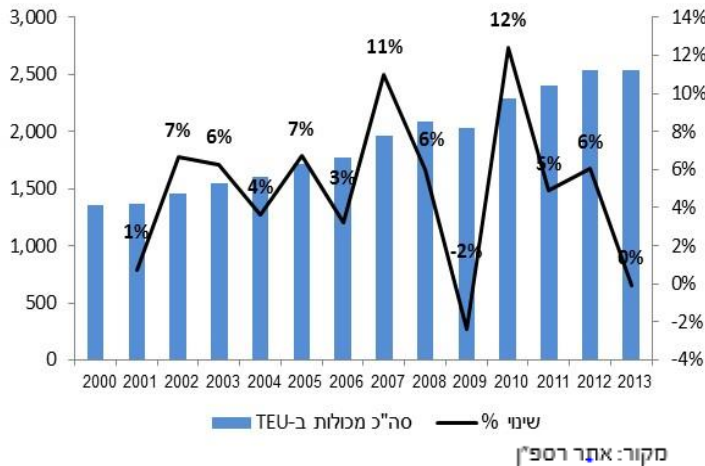
⁹ Twenty Foot Equivalent Unit - מידה קבועה לסיכמת מכולות בגדלים סטנדרטיים שונים.

¹⁰ לשם השוואה, בהתאם לתת-פרק 2.2, תנועת המכולות בכלל נמלי ישראל בשנת 2013 הסתכמה בכ- 2.5 מ' TEU בלבד.

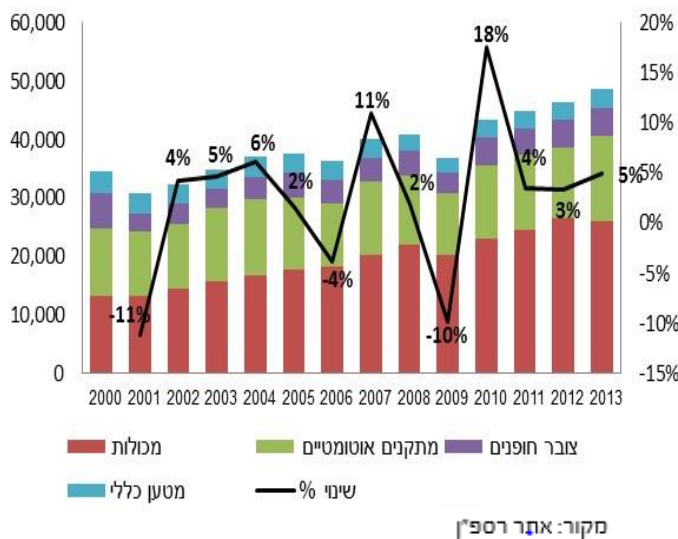
¹¹ רציף עבודה משמש להעמסת אבנים על אניות כחלק מבניית שובר הגלים. במתחם "נמל המפרץ" בחיפה קיים רציף זה.

2.2. תנועת המכולות והמטענים בשנת 2013

גרף 1: התפתחות תנועת מכולות בנמלים (א' TEU)



גרף 2: התפתחות תנועת המטענים השונים בנמלים (א' טון)



תנועת המכולות בשנת 2013 (לרבות

שטעון), דרך נמלי חיפה, אשדוד, אילת ונמל המספנות¹², הסתכמה בכ- 2,539 א' TEU, בדומה לשנת 2012 בה תנועת המכולות הסתכמה בכ- 2,541 א' TEU (ראה גרף 1). הסטגנציה בתנועת המכולות בשנת 2013 ביחס לשנת 2012 נובעת בעיקר מקיטון בפעילות נמל חיפה, כתוצאה מהעברה חלקית של פעילות חברת צים שירותי ספנות משולבים בע"מ ליוון. תנועת המטענים, על כל סוגיהם, דרך נמלי חיפה, אשדוד, אילת ונמל המספנות, הסתכמה

בשנת 2013 בכ- 48.8 מיליון טון, לעומת כ- 46.5 מיליון טון בשנת 2012 - גידול של כ- 5% (ראה גרף 2)¹³. הגידול בנמל חיפה היה בשיעור של כ- 7.5%, בעוד בנמל אשדוד נרשם קיטון בשיעור של כ- 2.0%. נמל המספנות המשיך להציג שיעורי גידול מרשימים כאשר תנועת המטענים בנמל זה גדלה בשיעור של כ- 28% ביחס לשנת 2012. בנוסף, נמל אילת הציג גידול של כ- 33% בתנועת המטענים ביחס לשנת 2012, וזאת ביחס לקיטון בשיעור כ- 31.5% בין השנים 2011-2012. כפי שניתן לראות מהנתונים שלעיל, תנועת המטענים דרך

נמלי ישראל ממשיכה להצביע על יציבות ואף על גידול חיובי לאורך זמן.

¹² הרוב המוחלט של המכולות עובר בנמלי חיפה ואשדוד. יש לציין כי נמל מספנות ישראל מוחזק בבעלות פרטית.
¹³ תנועת המטענים הכוללת (א' טון) בשנת 2013 מתפלגת בין הנמלים השונים באופן הבא: חיפה כ- 53%, אשדוד כ- 39%, אילת כ- 4% ומספנות ישראל כ- 4%.

2.3. תחזית סחר החוץ של ישראל והעולם

הכנסות חני" מתנועת המטענים השונים מושפעות ממצב כלכלת המדינה, מחד, ומהיקף הסחר הבינלאומי, מאידך. תחזית בנק ישראל לנתוני מקרו של המשק הישראלי לשנת 2014 מורה על גידול של כ- 3.1% בתמ"ג ביחס לשנת 2013¹⁴. בניכוי ההערכות לתרומה של הפקת הגז ממאגר "תמר" למשק, צפוי התמ"ג לצמוח בשיעור של כ- 2.8% ביחס לצמיחה של כ- 2.5% בשנת 2013, וזאת על רקע שיפור בסביבה העולמית ותחזיות להמשך מגמת שיפור בשנים 2014-2015. לפי נתוני המכון הישראלי לייצוא, צפויה התאוששות מסוימת בהיקף הפעילות המסחרית הבינלאומית. בהתאם לתחזיות מעודכנות של ארגון הסחר העולמי, שנת 2014 תציג גידול משוער של כ- 4.5% בסחר הגלובלי, וזאת ביחס לגידול בשיעור 2.3% ו- 2.5% בשנים 2012 ו- 2013, בהתאמה. בהתאם לתחזית המכון הישראלי לייצוא, צפוי היקף הייבוא של השווקים המפותחים (המהווים יעד של למעלה מ- 60% מן הייצוא הישראלי) לצמוח בשיעור של כ- 3%, וזאת לעומת סטגנציה בשנתיים האחרונות. היקף הייבוא של השווקים המתפתחים צפוי להמשיך במגמה החיובית, ולהציג שיעור צמיחה של כ- 6%. על רקע נתונים אלו, ההערכה לשנת 2014 הינה כי, יצוא הסחורות והשירותים מישראל, לא כולל שירותי חברות הזנק, צפוי לגדול בכ- 4% במהלך 2014 לעומת שנת 2013 במונחים דולריים.

3. ניתוח פיננסי

3.1. תמצית נתונים ייחסיים פיננסיים עיקריים (א' ש')

2010	2011	2012	2013	
779,238	751,365	835,337	881,238	הכנסות
291,416	108,437	235,421	261,305	רווח תפעולי
378,435	300,220	431,919	460,493	EBITDA
61,341	11,670	43,769	44,385	הכנסות מימון, נטו
258,248	86,890	409,364	207,767	רווח נקי
37.4%	14.4%	28.2%	29.7%	% רווח תפעולי
5,687,579	5,674,539	5,919,010	6,316,298	סך מאזן
5,284,005	5,413,512	5,687,363	6,027,095	הון עצמי
366,641	472,784	724,475	892,715	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר
92.9%	95.4%	96.1%	95.4%	הון למאזן
255,163	243,333	498,237	517,323	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(200,748)	(116,675)	(599,825)	(505,270)	תזרים מזומנים ששימש לפעילות השקעה
54,415	126,658	(101,588)	12,053	שינוי במזומנים ושווי מזומנים

לחברה אין חוב פיננסי, מחזיקה ביתרות נזילות משמעותיות ומתאפיינת בשיעורי רווחיות עקביים. סך הכנסות החברה בשנת 2013 הציג גידול בשיעור של כ- 5.5% ביחס לשנת 2012, כאשר כ- 39.4% מסך ההכנסות בשנת 2013 הינן בגין דמי תשתית אשר נגבים מבעלי המטענים, העושים שימוש בתשתית הנמלית של ישראל¹⁵. עיקר הגידול בהכנסות

¹⁴ מקור: תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל שהתפרסמה בתאריך 24/03/2014.

¹⁵ סכום דמי התשתית נקבע בצו הפיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (שירותי נמל) התש"ע-2010, נגבה ע"י חברות הנמל השונות ומועבר לחברה תמורת עמלת גביה בשיעור של 0.5% מהיקף הגבייה.



החברה בשנת 2013 נבע מהכנסות בגין מתן זכויות שימוש במקרקעין, אשר הסתכמו בסך כ- 164 מ' ש, גידול בשיעור של כ- 15.4% ביחס לשנת 2012, הנובע בעיקר מאכלוס מגרשים חדשים בפארק נמלי ישראל באשדוד, שהחל בשנת 2012. כתוצאה מגידול בהכנסות בשנת 2013, העולה על שיעור הגידול בהוצאות ביחס לשנת 2012 (גידול של כ- 3.3%), סך הרווח התפעולי בשנת 2013 גדל בשיעור של כ- 11%. הרווח הנקי של החברה בשנת 2013 הסתכם בכ- 208 מ' ש, המהווה קיטון בשיעור של כ- 49.2% לעומת שנת 2012. עיקר הקיטון ברווח הנקי נובע מהכרת החברה בהחזר מס בשנת 2012, בסך כ- 130.2 מ' ש, וזאת בהתאם לשינוי אומדן שנעשה ע"י החברה, בקשר לסך התחייבויות המיסים השוטפים שלה בגין שנים קודמות¹⁶. יש לציין כי, הגידול בסך המאזן ובהון העצמי של החברה על פני זמן נובע, בין היתר, מגידול ביתרות הנזילות עקב צבירת מזומנים אשר עתידים לשמש את החברה בקשר עם מימון הקמת הנמלים הפרטיים. יש לציין כי תוצאותיה של החברה בשנת 2011 היו נמוכות משמעותית ביחס לשנים אחרות כתוצאה מהחלת הרפורמה בשנה הקודמת, אשר הביאה לפגיעה במבנה ההכנסות של חנ"י. עם זאת, במהלך שנת 2011 תוקנו סעיפים שונים הקשורים במבנה ההכנסות שנקבע במסגרת הרפורמה, אשר הובילו לשיפור משמעותי במבנה הכנסות החברה, כפי שניתן לראות בשנים 2012-2013.

החברה לא שילמה דיבידנד למדינה מיום הקמתה. עם זאת, החברה משלמת למדינה דמי תמלוגים בשיעור של 4% מסך הכנסותיה שאינן נובעות מהעמדת נכסים לשימוש חברות הנמלים¹⁷. מיום היווסדה ועד למועד דוח זה, תזרימי המזומנים של החברה מפעילות שוטפת, לרבות מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לז"ק, היוו מקור מספק לצורכי ההשקעה. יצוין כי הצטברות מזומנים בהיקף נרחב נובעת, בין היתר, מדחיית השקעות הוניות, שנלקחו בחשבון בעת קביעת מבנה הכנסות החברה. יצוין כי, לחברה קיימת תוכנית פיתוח הכוללת גיוס חוב. טרם הובהר סופית מבנה המימון של תוכנית הפיתוח ומתווה החוב שיגויס בגינה, ככל שיגויס.

3.2. תקציב שוטף מול ביצוע בפועל

להלן השוואה תקציבית בין אומדן ההכנסות להכנסות בפועל לשנת 2012 ולמחצית הראשונה של שנת 2013, וכן תקציב שוטף לשנת 2014. יצוין כי, קיים פער בין אופן הצגת ההכנסות בתקציב השוטף של החברה ביחס להצגתן בדוחות הכספיים, הנובע מהבדלים בצורת הרישום של האגרות השונות¹⁸.

שנת 2012: צפי ההכנסות לשנת 2012 נאמד בכ- 583 מיליון ש, וההכנסות בפועל הסתכמו בכ- 673 מיליון ש. בנוסף, צפי ההוצאות¹⁹ עמד על כ- 542 מיליון ש ובפועל, ההוצאות הסתכמו בכ- 466 מיליון ש, כך שנרשם עודף תפעולי בסך כ- 207 מיליון ש.

מחצית שנת 2013: ההכנסות בפועל למחצית הראשונה של שנת 2013 הסתכמו בכ- 344 מיליון ש לעומת צפי הכנסות של כ- 324 מיליון ש (כ- 6.3% מעל התחזית). במחצית הראשונה של שנת 2013 נרשמו הוצאות בפועל בסך 223 מ' ש, לעומת צפי הוצאות בסך 250 מיליון ש (כ- 11% מתחת לתחזית).

שנת 2014: הכנסות החברה לשנת 2014 צפויות להסתכם בכ- 703 מיליון ש, לעומת כ- 647 מיליון ש בתקציב 2013. צפי הוצאות החברה (כולל פחת) הינו כ- 505 מיליון ש, לעומת כ- 500 מיליון ש בתקציב 2013²⁰.

¹⁶ יש לציין כי, סך השינוי ברווח הנקי גדול יותר מסך ההכרה בהחזר המס ע"י החברה כתוצאה מכך שבשנת 2012 החברה קיבלה הטבת מס, וזאת חלף תשלום מס בשנים אחרות.

¹⁷ חברות הנמלים מעבירות לחנ"י 4% מהכנסותיהן. חנ"י מעבירה כספים אלו למדינה.

¹⁸ עם זאת, הרווח הגולמי הינו זהה.

¹⁹ ההוצאות בנתוני התקציב השוטף כוללות הוצאות פחת.

3.3. תקציב פיתוח

להלן סיכום תחזית מול ביצוע בפועל לתקציבי הפיתוח בשנים 2011-2012 ועבור שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013 (במ' ש):

צפי ביצוע	ביצוע בפועל	
263	248	שנת 2011
513	262	שנת 2012
499	246	2013 1Q-3Q

תקציב הפיתוח של חנ" מורכב, בין היתר, מהוצאות בגין רכישה ופיתוח שטחים, פיתוח עתידי של הנמלים הפרטיים ופרויקטים שונים בתחומי הנמלים הקיימים, אחזקה של תשתיות ימיות ויבשתיות בשלושת הנמלים (חיפה, אשדוד ואילת). ביצועי חנ" בפועל אינם חורגים מהצפי השנתי של החברה. פערי הביצוע התקציבי מוסברים בעיקר בהליכי מרכז ועיכובים סטטוטוריים (קבלת היתרי בניה). החברה מצהירה כי, להוציא עיכובים כמתואר לעיל, אין כל חריגה מהמסגרת התקציבית המאושרת לכל פרויקט. במידה והחברה מזהה פרויקט, שהעלויות בו גבוהות יותר מהתקציב שנקבע לו, הפרויקט יצומצם בהיקפו או יידחה עד להסדרת תקצוב הולם. נכון לשנת 2014, תקציב הפיתוח הכולל של חנ" מסתכם בסך כ- 6.7 מיליארד ש, תקציב הגבוה משמעותית ביחס לשנים קודמות. הגידול בתקציב הפיתוח לשנת 2014 נקבע לאור התקדמות הליך המרכז עבור בחירת קבלני ההקמה של הנמלים הפרטיים, והצורך בהכנת שטחי הנמלים לעבודות ההקמה.

4. אודות החברה

חנ" הוקמה בשנת 2004 והחלה לפעול בפברואר 2005, במסגרת הרפורמה בנמלים שביצעה ממשלת ישראל, רשות הנמלים חדלה מלהתקיים ובמקומה החלו לפעול 4 חברות ממשלתיות חדשות - 3 חברות לתפעול וניהול הנמלים בחיפה, באשדוד ובאילת (להלן: "חברת נמל חיפה", "חברת נמל אשדוד", "חברת נמל אילת", וכל חברות הנמלים יחדיו, להלן: "חברות הנמלים") וחנ", אליה הועברה הבעלות למעשה²⁰ על הזכויות בנכסים והופקדה על פיתוח תשתיות הנמלים וניהול הנכסים בתחומם. השינוי המבני האמור הוסדר בחוק רשות הספנות והנמלים, תשס"ד - 2004 (להלן: "חוק הרשות"). התקנות והצווים מכוחו ובכתב הסמכה לחברה להיות חברת הפיתוח והנכסים (להלן: "כתב ההסמכה"). כחלק מהשינוי המבני, החברה נותרה בבעלות ממשלתית מלאה וזאת למשך כל תקופת ההסמכה (עד שנת 2054). מפגישות ושיחות שנערכו עם גורמי מפתח בחברה והרשות הרגולטורית הממונה - רספ"ן - נמסר כי בשל חשיבותם האסטרטגית של נכסי החברה למדינת ישראל, אין בכוונת הממשלה להפריט את החברה בעתיד הנראה לעין. השינוי המבני מבוסס על עיקרון ההפרדה בין הבעלות על הנכסים ופיתוח התשתיות הלאומיות, שנעשה ע"י גורם ממשלתי (במקרה דנן, החברה), לבין התפעול השוטף של המסופים השונים במרחב הנמל, המתבצע ע"י חברות מתחרות זו בזו (חברות הנמל). העיקרון המנחה את השינוי המבני הינו, שהפעלה אופטימאלית של התשתיות הנמליות, נתקיים בסביבה בה חברות הנמל מתחרות זו בזו על רמת השירות הנמלי ומחירו ללקוח הקצה.

²⁰ יש לציין כי נכון למועד הדוח, טרם התקבל הביצוע בתקציב השוטף לשנת 2013.

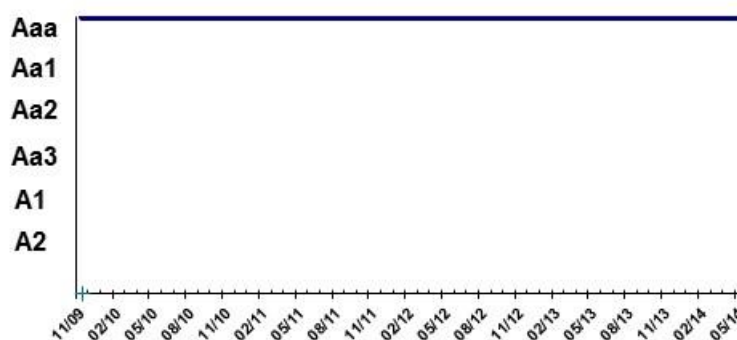
²¹ החוק קובע כי המדינה תעניק לחנ" זכות חכירה לדורות בכל המקרקעין אשר הועברו ויועברו אליה, למעט מקרקעין מועברים, אשר הינם מקרקעין תת ימיים אשר ביחס אליהם תינתן לחנ" זכות שימוש בלבד. טרם נחתם הסכם חכירה בין החברה למינהל מקרקעי ישראל.

5. אופק הדירוג

גורמים שעלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה מתמשכת ומהותית בהכנסות החברה וברווחיותה.
- אי עמידה באמות מידה פיננסיות ההולמות את רמת הדירוג.
- שינוי ברגולציה שיוביל לתמיכה נמוכה בחברה, הן באמצעות התעריפים והן באמצעות התאמת יעדי הפיתוח של החברה למקורותיה.

6. היסטוריית דירוג



8

7. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון: אפריל 2013

[דוח דירוג ראשוני \(נובמבר 2009\): חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ](#)

[מעקב מרץ 2012: חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ](#)

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי Free Cash Flow (FCF)

סולם הדירוג

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

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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, 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") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש 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.

11

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.