



חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

מעקב | אפריל 2013

1

מחברים:

יובל סקורניק, אנליסט
yuvals@midroog.co.il

אדם בן יהודה, ראש צוות
adamb@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר - סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
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 וזאת, בכפוף לעמידה באמות מידה פיננסיות ההולמות את רמת הדירוג וקיומה של כרית לשירות חוב לתקופה של תשעה חודשים¹ (יצוין כי, במועד הדוח, לחברה אין חוב פיננסי²). כמו כן, הדירוג מתבסס על דו"חות כספיים שנתיים לשנת 2011, טיוטת דוחות כספיים ודוחות ביצוע תקציב שוטף ופיתוח לרבעון שלישי 2012.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ה-BCA³ 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; 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-8 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות ושקיפות; עלויות הפיתוח של חנ"י ממומנות ממקורותיה העצמאיים וגיוס חוב חיצוני, במקרה הצורך, ובהתאם לתקציב הפיתוח שמועבר לרספ"ן ומאושר ע"י שר האוצר ושר התחבורה; מרבית הכנסותיה של חנ"י (כ-82% ב-2011) אינן קבועות. עם זאת, חשיפתה של חנ"י להיקפי תנועת סחורות בנמלים ממומנת משמעותית, הודות להיקפי ביקוש קשיחים ובמגמת עלייה; התעריפים לגביה מתעדכנים מדי שנה, בהתאם ללוח תעריפים מוגדר⁴ ובצמוד למדדים שונים⁵; היבטים אלו מקנים לחנ"י יציבות ורמת ודאות גבוהה, באשר לתזרים המזומנים; חנ"י מתאפיינת בעמידה עקבית ביעדי התקציב (שעיקריהם - עלויות הפיתוח וההקמה), על אף היקפם ומורכבותם, אשר ימשיכו להיות משמעותיים ביותר (בממוצע, כ-10% תקציב השקעות ביחס לסך נכסים). חשיפותיה בהיבטי בצ"מ, עיכובים ואובדן הכנסות, ממומנות משמעותית, בין היתר, הודות להכרה בעלויות בצ"מ בתקציב הפיתוח ופיקוח מצד רספ"ן. קיימת אי-ודאות מסוימת, באשר להשפעת הרפורמה בתעריפים על הכנסות החברה ותלות בסיכוני 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

¹ על פי החזרי החוב הגבוהים ביותר בכל עת. כרית זו נקבעה במועד הדירוג הראשוני ותואם במועד גיוס החוב, בהתאם למבנה המימון שייקבע ע"י החברה.

² טרם גיוס החוב, החברה תעביר מודל כמותי מעודכן, בהתאם לשינויים הרגולטוריים האחרונים, אשר משקף יחסי כיסוי מתאימים לדירוג.

³ Baseline Credit Assessment

⁴ צו פיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (שירותי נמל), התש"ע-2010.

⁵ שכר העבודה (53%), מדד המחירים לצרכן (37%) ומדד המטבעות (10%), לפי ממוצעי החודש הקודם לעדכון (דולר ארה"ב - 20% ואירו - 80%).



המדינה (כ- 100%). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצהרת הפקידות הבכירה, בדבר תמיכה בחברה⁶, במידת הצורך, ובחוסר נכונות מצד המדינה לבצע שינויים מהותיים במבנה החברה. שחיקה בהערכת הקשר בין החברה למדינה, כאמור לעיל, עלולה להוביל להורדת דירוג. **לפירוט מתודולוגיית הדירוג, מבנה החברה והענף, גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה בדוח מעקב ממרץ 2012 ובדוח הדירוג הראשוני מנובמבר 2009 (קישורים בסוף מסמך זה).**

2. התפתחויות עסקיות עיקריות

2.1 פרסום שלב המיון המוקדם במכרז לבניית נמל חדש

במהלך חודש אוקטובר 2012, החברה פרסמה את שלב המיון המוקדם (Pre-Qualification) במכרז לבחירת קבלן ההקמה ל-"נמל הדרום" באשדוד ו/או ל-"נמל המפרץ" בחיפה⁷ (להלן: "PQ"). ה-PQ שפורסם ע"י החברה הינו עבור עבודות ההקמה בלבד, ללא הכללת תפעולם. בהתאם ל-PQ, על הקבלנים הניגשים למכרז להוכיח את ניסיונם בהקמת רציפים חדשים, לרבות הקמת שובר גלים בים פתוח. בנוסף, קבלני ההקמה נדרשים לעמידה בתנאי סף פיננסיים, בין היתר, מחזור פעילות ממוצע בין השנים 2007-2011 של כ- 480 מ' דולר ארה"ב, הון עצמי נכון לתאריך 31/12/2011 בסך כ- 110 מ' דולר ארה"ב, תזרים מזומנים ממוצע לשנים 2009-2011 חיובי⁸ ועמידה בתקני איכות ISO 9001 או תקן איכות זהה.

להערכת גורמים בחברה וברספ"ן, עצם פרסום ה-PQ אינו מעניק כל ודאות באשר ללו"ז שייקבע לעבודות.

2.2 תקציב מול ביצוע "מנגנון השבה"

בחודש אוקטובר 2010 נכנסה לתוקף הרפורמה במחירי שירותי נמל, עם כניסתו לתוקף של צו הפיקוח על מחירי מצרכים ושירותים (שירותי נמל) התש"ע 2010. מטרת הרפורמה הייתה לשקף את עלות השירות הניתן, תוך יצירת תחרות בין הנמלים. החלת הרפורמה הובילה לגידול מהותי בתשלומי היבואנים והיצואנים בקשר עם סחורתם שמגיעה לנמל. "מנגנון השבה" נועד למתן את השפעת הרפורמה בתעריפי הנמלים על בעלי המטענים השונים, באופן הדרגתי על פני תקופה של 10 שנים. במסגרת המנגנון גובה חנ"י, דרך חברות הנמל, תוספת לדמי התשתית, מבעלי מטענים שנהנים מהרפורמה ומפצה בעלי מטענים, אשר נפגעים כתוצאה מהשינוי. בחודש יולי 2011 הורו משרדי התחבורה והאוצר, בחתימת השרים, על תיקון לצו הפיקוח על המחירים, אשר עדכן את מדרגות מנגנון השבה על מנת להביא לאיזון תקציבי של חנ"י. תקציב דמי השבה השנתי נקבע בהתאם להיקף המטענים הצפויים לעבור בנמלים השונים ושוויים הכספי המוערך, כך שלבעלי מכולות, ששוויין הכספי נמוך מ- 60 א' ש, ישולמו דמי השבה ע"י חנ"י, בעוד שבעלי מכולות, ששוויין הכספי עולה על סכום של 200 א' ש, ישלמו דמי השבה לחנ"י⁹. קיימים פערים משמעותיים, בין תקצוב דמי השבה השנתיים לסך התשלומים בפועל; הפער נובע מהקושי לצפות במדויק את היקף המטענים שיעברו בנמלים השונים ושוויים הכספי בפועל.

⁶ וכן אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה.

⁷ נכון למועד הדוח, טרם הוחלט ע"י הממשלה היכן יוקם הנמל החדש.

⁸ במידה ותזמ"ז ממוצע לתקופה זו אינו חיובי, יש להוכיח כי הממוצע האבסולוטי קטן מ- 25% מההון העצמי לתאריך 31/12/2011.

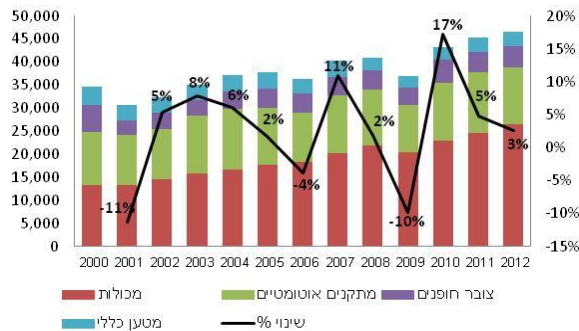
⁹ דמי השבה הינם דיפרנציאליים ביחס לערך הכספי של המטענים. אין תשלום דמי השבה לבעלי מכולות ששוויין הכספי הינו בטווח שבין 60-200 א' ש"ח.

2.3. גידול בתנועת המכולות והמטענים בשנת 2012



מקור: אתר רספ"ן

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



מקור: אתר רספ"ן

תנועת המכולות בשנת 2012, דרך נמלי חיפה, אשדוד, אילת ונמל המספנות¹⁰, הסתכמה בכ- 2,541 אלפי TEU¹¹, לעומת כ- 2,395 אלפי TEU בשנת 2011, גידול בשיעור כ- 6% (ראה גרף 1). הגידול בתנועת המכולות (ב-TEU), יחסית לנתוני אשתקד, היה בשיעור כ- 11% בנמל חיפה ובשיעור כ- 0.1% בנמל אשדוד. תנועת המטענים, על כל סוגיהם, דרך נמלי חיפה, אשדוד, אילת ונמל המספנות¹², הסתכמה בשנת 2012 בכ- 46.3 מיליון טון, לעומת כ- 44.5 מיליון טון בשנת 2011 - גידול של כ- 4% (ראה גרף 2). הגידול בנמל חיפה היה בשיעור 6.2%, באשדוד בשיעור כ- 1.6% ובנמל המספנות בשיעור כ- 2.7%. בנמל אילת נרשם קיטון בשיעור כ- 31.5%. בהתאם לדוח מדדי השירות בנמלי ישראל לשנת 2012¹³, נמל חיפה הציג שיפור משמעותי במדדי השירות לעומת שנת 2011, זאת לעומת נמל אשדוד, שלא הציג שיפור משמעותי בשנה זו.

2.4. תחזית סחר החוץ של ישראל והעולם

הכנסות חנ"י מתנועת המטענים השונים, מושפעות ממצב כלכלת המדינה, מחד, ומהיקף הסחר הבינלאומי, מאידך. המשק העולמי עבר בשנים האחרונות טלטלות חדות, בעוד שכלכלת ישראל נותרה יציבה יחסית. תחזית בנק ישראל לנתוני מקרו של המשק הישראלי לשנת 2013¹⁴, מורה על גידול של כ- 3.0% בתמ"ג. תחזית זו עודכנה כלפי מטה על רקע המשך ההאטה בעולם ועל רקע צעדי המיסוי של הממשלה, שנועדו לתרום ליציבות המשק. העדכון הבולט ביותר בתחזית זו חל בהשקעות וביצוא. להערכת בנק ישראל, התמתנות הביקושים המקומיים צפויה להתבטא גם בהאטה ניכרת של קצב צמיחת היבוא, אשר צפוי לעלות ב- 2.0% בלבד.

¹⁰ הרוב המוחלט של המכולות עובר בנמלי חיפה ואשדוד.

¹¹ Twenty Foot Equivalent Unit - מידה קבועה לסכימת מכולות בגדלים סטנדרטיים שונים.

¹² תנועת המטענים הכוללת מתפלגת בין הנמלים השונים באופן הבא: חיפה כ- 50%, אשדוד כ- 42%, אילת כ- 6% ומספנות ישראל כ- 2%.

¹³ דוח שנתי המופק ע"י החברה, המסכם את פעילות הנמלים בישראל תוך עמידה במדדי שירות שונים ובהם, בין היתר, זמן המתנה ממוצע של אונייה, זמן שהייה ממוצע של אונייה, תפוקה לשעת עבודה בפועל ועוד.

¹⁴ מקור: תחזית מקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל ל- 2012 ו-2013, שהתפרסמה בתאריך 24/09/2012.



לפי נתוני המכון הישראלי לייצוא, היצוא מישראל צפוי להאטה בשנת 2013 עם ירידה בשווקי היעד העיקריים של ישראל באיחוד האירופאי ועם עלייה מתונה בלבד בהיקפי היבוא בארה"ב. בהתאם לתחזית מכון היצוא הישראלי, הסחר העולמי יגדל בכ- 4%, לעומת גידול של כ- 2.9% בשנת 2012 וגידול של כ- 6.3% בשנת 2011. יבוא מדינות האיחוד האירופאי מישראל צפוי לגדול בכ- 3%, לעומת ירידה של כ- 5% בשנת 2012. היקף היבוא לארה"ב מישראל צפוי לגדול בכ- 5% בשנת 2013, לעומת עלייה של כ- 3% בשנת 2012 ושל כ- 16% בשנת 2011. היקפי היבוא מישראל של מדינות היעד העיקריות באסיה צפויים לגדול משיעור של כ- 4% בשנת 2012 לכ- 9% בשנת 2013. על רקע נתונים אלו, ההערכה לשנת 2013 הינה כי, יצוא הסחורות והשירותים מישראל, לא כולל שירותי חברות הזנק, צפוי לגדול בכ- 5% במהלך 2013 לעומת שנת 2012 במונחים דולריים.

3. ניתוח פיננסי

3.1. תמצית נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪ ובאחוזים

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	2012P ¹⁵	
829,520	738,123	779,238	751,365	857,473	הכנסות
290,606	301,451	291,416	108,437	237,256	רווח תפעולי
333,898	348,267	378,435	300,220	432,011	EBITDA
81,890	130,455	61,341	11,670	43,801	הכנסות מימון, נטו
280,951	316,172	258,248	86,890	211,688	רווח נקי
35%	41%	37%	14%	28%	% רווח תפעולי
5,690,381	5,712,592	5,687,579	5,674,539	5,812,927	סך מאזן
4,702,845	5,107,142	5,284,005	5,413,512	5,569,165	הון עצמי
0	0	0	0	0	חוב פיננסי
451,127	410,332	366,641	472,784	641,959	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר
83%	90%	93%	95%	96%	הון למאזן
213,761	291,626	255,163	243,333	420,255	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(201,478)	(318,224)	(200,748)	(116,675)	(570,561)	תזרים מזומנים מפעילות השקעה
12,283	(26,598)	54,415	126,658	(150,307)	שינוי במזומנים ושווי מזומנים

החברה אינה בעלת חוב פיננסי, הינה בעלת יתרות נזילות משמעותיות ומתאפיינת בשיעורי רווחיות עקביים. הרווח התפעולי בשנת 2012 גדל באופן משמעותי ביחס לשנת 2011 וזאת, כתוצאה מהפחתת עלויות השכר, צמצום מצבת כוח-האדם וירידה בעלויות אחזקה ותפעול, שנבעו מפריקת אניות גרעינים בנמל חיפה (במקום בנמל אשדוד, בו עלויות הפריקה יקרות יותר). לחברה הכנסות מימון (הנובעות משערוך חייבים בגין חכירה הוגנית ומהיתרות הנזילות), אשר תורמות לשיעור הרווח הנקי. החברה לא שילמה דיבידנד למדינה מיום הקמתה. עם זאת, החברה משלמת למדינה דמי שימוש קבועים בשיעור של 4% מסך הכנסות חברות הנמלים¹⁶. 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

¹⁵ נתוני רווח והפסד ותזרים הינם בגילום שנתי, על בסיס נתוני רבעון 3 2012.

¹⁶ חברות הנמלים מעבירות לחנ"י 4% מהכנסותיהן. חנ"י מעבירה כספים אלו למדינה.



הצטברות מזומנים בהיקף נרחב נובעת, בין היתר, מדחיית השקעות הוניות, שנלקחו בחשבון בעת קביעת מבנה הכנסות החברה. משיחות עם נציגי רספ"ן עולה כי מזומנים אלו מיועדים להשקעות העתידיות הצפויות וכי, ככל שיידרשו לחנ"י מקורות מימון נוספים, רספ"ן תוביל עדכון במבנה הכנסות החברה. יצוין כי, לחברה קיימת תוכנית פיתוח הכוללת גיוס חוב. טרם הובהר 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 2011 ולתקופה של תשעת החודשים הראשונים של 2012, וכן תקציב לשנים 2012 ו-2013. יצוין כי, קיים פער בין אופן הצגת ההכנסות בתקציב השוטף של החברה ביחס להצגתן בדוחות הכספיים, הנובע מהבדלים בצורת הרישום של האגרות השונות.¹⁷

שנת 2011: צפי ההכנסות לשנת 2011 נאמד בכ- 540 מיליון ₪, וההכנסות בפועל הסתכמו בכ- 587 מיליון ₪. לעומת זאת, צפי ההוצאות¹⁸ עמד על כ- 435 מיליון ₪ ובפועל, ההוצאות הסתכמו בכ- 447 מיליון ₪, כך שנרשם עודף תפעולי בסך כ- 142 מיליון ₪, גבוה מהתחזית (105 מיליון ₪).

שנת 2012: ההכנסות בפועל לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 הסתכמו בכ- 512 מיליון ₪¹⁹, לעומת צפי הכנסות של כ- 413 מיליון ₪ (כ-24% מעל התחזית). בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 נרשמו הוצאות בפועל, בסך 334 מ' ₪, לעומת צפי הוצאות בסך 406 מיליון ₪ (כ-18% מתחת לתחזית).

שנת 2013: הכנסות החברה לשנת 2013 צפויות להסתכם בכ- 647 מיליון ₪, לעומת כ- 583 מיליון ₪ בתקציב 2012. צפי הוצאות החברה (ללא פחת) הינו כ- 315 מיליון ₪, לעומת כ- 357 מיליון ₪ בתקציב 2012.

3.3. תקציב פיתוח

להלן סיכום תחזית מול ביצוע בפועל לתקציבי הפיתוח בשנים 2010-2012 (במ' ₪):

שנה	צפי ביצוע לשנה	ביצוע בפועל לשנה
שנת 2010	431	393
שנת 2011	263	248
שנת 2012	513	262

ביצועי חנ"י בפועל אינם חורגים מהצפי השנתי של החברה; והפער מוסבר בעיקר בהליכי מכרז 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. תקציב הפיתוח לשנת 2013 הינו כ- 223 מ' ₪; התקציב מורכב מהוצאות בגין רכישה ופיתוח שטחים, תקציב בגין פיתוח עתידי של נמלי ישראל (במסגרת הליכי התכנון של רציף נוסף בנמלי חיפה ואשדוד), ופרויקטים שונים בתחומי הנמלים השונים, כגון: שער חדש, שידרוג מערך הגידור והעמקת תעלת הכניסה לנמל עבור נמל חיפה ופיתוח מסוף הרכבת ומערך שינוע הגרעינים עבור נמל אשדוד. בנוסף, תכנית הפיתוח כוללת אחזקה של תשתיות ימיות ויבשתיות בשלושת הנמלים (חיפה, אשדוד ואילת) ועוד.

¹⁷ עם זאת, הרווח הגולמי הינו זהה.

¹⁸ ההוצאות בנתוני התקציב השוטף כוללות הוצאות פחת.

¹⁹ קיים פער בין אופן הצגת ההכנסות בדוחות הכספיים לבין התקציב השוטף, הנובע מהבדלים בצורת הרישום של האגרות השונות (עם זאת, הרווח הגולמי הינו זהה).

4. אודות החברה

חנ"י 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"י, אליה הועברה הבעלות למעשה²⁰ על הזכויות בנכסים והפקדה 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 הפרדה 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, תתקיים בסביבה בה חברות הנמל מתחרות זו בזו על רמת השירות הנמלי ומחירו ללקוח הקצה.

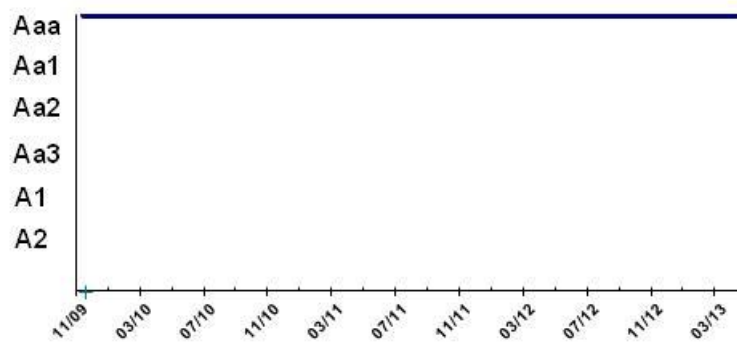
²⁰ החוק קובע כי המדינה תעניק לחנ"י זכות חכירה לדורות בכל המקרקעין אשר הועברו ויועברו אליה, למעט מקרקעין מועברים, אשר הינם מקרקעין תת ימיים אשר ביחס אליהם תינתן לחנ"י זכות שימוש בלבד. טרם נחתם הסכם חכירה בין החברה למינהל מקרקעי ישראל.

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



7. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון: מרץ 2012

[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 שאלה 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") 2013.

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.