



חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2015

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

חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

דירוג חוב	Aa1	אופק יציב
-----------	-----	-----------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa1, באופק יציב, לגיוס חוב ע"י חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ (להלן: "החברה" או "חנ"י") בסך של עד כ- 1.5 מיליארד ₪ שישמשו עבור צרכי הקמה ופיתוח של "נמל הדרום" באשדוד (להלן: "נמל הדרום") ו-"נמל המפרץ" בחיפה (להלן: "נמל המפרץ"), ופעולות פיתוח אחרות של החברה (להלן ביחד: "החוב").¹ בהתאם לתוכנית הפיתוח של חנ"י, סך גיוסי החוב של החברה בגין הקמת נמל הדרום ונמל המפרץ (להלן ביחד: "הנמלים החדשים"), לרבות פעולות פיתוח אחרות של החברה, יתבצעו בשנים 2015-2021 וצפויים להסתכם בכ- 6.2 מיליארד ₪; ההנחה בבסיס הדירוג הינה כי גיוסי החוב העתידיים של חנ"י יהיו בדרגת בכירות זהה (פארי-פאסו) לגיוס החוב נשוא דוח דירוג זה.

לאור גיוס החוב, דירוג ה-Issuer של החברה יעודכן לדירוג Aa1, באופק יציב.² תמיכת המדינה בחברה (להלן: "התמיכה") והתלות בין המדינה לחברה (להלן: "התלות") (להלן ביחד: "הקשר") הינן יסודות משמעותיים לדירוג. מידרוג מעריכה את התמיכה כגבוהה והתלות כגבוהה מאוד. הדירוג מבוסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 04/01/2015, וכפוף להשלמות המפורטות בפרק 8.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החוב שבכוונת חנ"י להנפיק מתבסס על המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חברות פיתוח נכסי נמלי, במסגרתה נבחנים פרמטרים שונים הבוחנים את יציבות פעילות המערכת הנמלית שבאחריות חנ"י, הן בהיקף המטענים והן בהיקף ההכנסות, לרבות היקף ההשקעות וגיוסי החוב הדרושים לשימור ופיתוח מערכת זו בטווח הארוך. דירוג ה-BCA⁴ של חנ"י מושפע מהיותה בבעלות ממשלתית מלאה, אשר בתחום אחריותה תשתית חיונית בעלת חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל המאופיינת בכלכלת "אי-בודד", אשר הפעילות הנמלים הימית בה מהווה כ- 99% מסך פעילות היבוא/יצוא (טון) למשק הישראלי. חנ"י מחזיקה ואחראית 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 מפותחת ע"י רשות הספנות והנמלים (להלן: "רסו"ן"), הקיימת מזה כ- 10 שנים, ללא מחלוקות מהותיות בינה לבין החברה, בהיבטי מקצועיות ושיקופות; עלויות הפיתוח של חנ"י ממומנות ממקורותיה העצמאיים וכן מגיוס חוב נשוא דוח דירוג זה, ותקציב הפיתוח שלה מאושר ע"י המדינה. מרבית הכנסותיה של חנ"י אינן קבועות, ונגזרות, בעיקר, מהיקפי תנועת המטענים בכלל נמלי ישראל⁵. עם זאת, חשיפתה של חנ"י להיקפי תנועת סחורות בנמלים ממומנת משמעותית, הודות להיקפי ביקוש קשיחים ולרוב, במגמת עלייה רב שנתית; התעריפים עליהם מבוססות הכנסות חנ"י מתעדכנים מדי שנה, בהתאם ללוח תעריפים מוגדר המפורט בצו פיקוח מחירי מצרכים ושירותים (שירותי נמל), התש"ע 2010 (להלן: "צו

¹ החברה מתכננת לגייס את כלל החוב הפיננסי באמצעות 2-3 סדרות שונות, כאשר כלל הגיוס ייעשה במספר פעימות על פני כ- 8 שנים.

² טרם דירוג החוב, דירוג ה-Issuer של חנ"י עמד על Aaa, באופק יציב.

³ וזאת ביחס למתודולוגיה חברות הולכת חשמל וגז תחת רגולציה, אשר שימשה לביצוע דירוג Issuer של חנ"י בטרם גיוס חוב.

⁴ Baseline Credit Assessment.

⁵ ההכנסות הקבועות של חנ"י נובעות מדמי שימוש שנתיים שנגבים מכל חברת נמל בנפרד. נכון למועד הדוח, הרכיב הקבוע של דמי השימוש הראויים מסתכם לסך של כ- 90 מ' ₪ בשנה.



שירותי נמל)⁶, בצמוד למדדים שונים⁶. היבטים אלו מקנים לחנ"י יציבות ורמת ודאות גבוהה, באשר לתזרים המזומנים; יש לציין כי לוח התעריפים המפורט בצו שירותי הנמל איננו מכיל מנגנוני התאמה בגין גירעון אקטוארי בהתחייבויותיה הפנסיונית של חנ"י - במסגרת הדירוג נלקח בחשבון כי שינוי בהיקף ההתחייבויות הפנסיוניות של חנ"י, לרבות שינוי אשר עשוי לנבוע כתוצאה מתנודתיות בריבית ההיוון בקשר עם התחייבויות אלו, עשוי, במקרי קיצון, להוביל לגירעון אקטוארי ושחיקה תנודתית בהון העצמי של החברה.

חנ"י איננה מבצעת חריגות תקציביות, על אף היקפם ומורכבותם של הפרויקטים שבתחום אחריותה, אשר ימשיכו להיות משמעותיים ביותר⁷. 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 בטווח הארוך, הנסמכות, במידה מסוימת, על סיכוני האשראי של חברות הנמל (עם זאת, יצוין כי חנ"י אדישה לנמל בו תעבור הסחורה).

במסגרת הדירוג נבחן המודל הפיננסי של החברה ותרשימים שונים, לרבות תרשימים מאקרו-כלכליים. יש לציין כי התרשימים השונים שנבחנו והשפעתם על תזרימי המזומנים של החברה ושירות החוב הולמים את רמת הדירוג. מידרוג מעריכה את התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאד ואת הסבירות לתמיכה מיוחדת כגבוהה. התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בניתוח סיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה, בחשיפה למשברים גאו-פוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, המהווים את כלל המשק הישראלי והיותה בבעלות מלאה של המדינה (100%) ובהתאם לכתב ההסמכה של החברה, צפויה להישאר בבעלות המדינה בטווח הארוך. תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצהרת הפקידות הבכירה בדבר מידת התמיכה בחברה⁸, במידת הצורך, ובמבנה לוח התעריפים אשר גוזר את הכנסותיה של החברה.

לפירוט מבנה החברה והענף, גורמים תומכים עיקריים וגורמי סיכון עיקריים, ראה בדוח מעקב ממרץ 2012 ובדוח הדירוג הראשוני מנובמבר 2009 (קישורים בסוף מסמך זה).

3

2. פעולת הדירוג

בכוונת החברה לגייס חוב בסך של כולל של עד כ- 1.5 מיליארד ₪, אשר ישמשו עבור הקמת הנמלים החדשים ופעולות פיתוח אחרות של החברה, והכל בכפוף לאישורים כנדרש.

להערכת החברה, גיוס החוב יתבצע בין השנים 2015-2016, כאשר תשלומי הריבית יבוצעו בין השנים 2015-2042 ותשלומי הקרן יבוצעו בין השנים 2022-2042⁹ (לפירוט בנוגע לנתיב בחוב הפיננסי ראה תת-פרק 5.3).

⁶ שכר העבודה (53%), מדד המחירים לצרכן (37%) ומדד המטבעות (10%), לפי ממוצעי החודש הקודם לעדכון (דולר ארה"ב - 20% ואירו - 80%).

⁷ לפירוט בנוגע לביצוע התקציבי של חנ"י ראה קישור לדוח מעקב מחודש מאי 2014 בפרק 9.

⁸ וכן אי-קיום מגבלות חוקיות לתמיכת המדינה.

⁹ ג'רייס' על החזרי הקרן לתקופה של כ- 8 שנים.

3.1 פירוט עבודות ההקמה ועיקרי מסמך ה-FIDIC¹⁰ עבור הנמלים החדשים

בהתאם למודל הפיננסי של החברה, ובהסתמך על מסמך ה-FIDIC (להלן: "חזוה ההקמה") עבור הקמת נמל המפרץ ונמל הדרום, הקמת הנמלים החדשים צפויה להתרחש על פני כ- 7 שנים, החל משנת 2015 ועד לשנת 2021, כאשר הקמת נמל הדרום צפויה להסתיים במהלך שנת 2022 בעוד הקמת נמל המפרץ צפויה להסתיים בתחילת שנת 2021. הקמת הנמלים החדשים תבוצע בהתאם לתשלום חודשי, אשר ישולם לקבלן ההקמה כהגדרתו להלן, בהתאם להיקף העבודות שבוצעו במהלך החודש, ובשילוב עם עמידה באבני דרך המפורטות בהסכם ההקמה. להלן פירוט לגבי פרמטרים עיקריים בקשר עם פעולות ההקמה של הנמלים החדשים, וזאת בהסתמך על המודל הפיננסי של חנ"י והסכם ההקמה:

שנות הקמה	נמל המפרץ	נמל הדרום
שנות הקמה	2015-2021; 6.5 שנות הקמה	2015-2022; 7.5 שנות הקמה
אורך רציף	כ- 800 מטר + 450 מטר רציף ניצב	
קיבולת (א' TEU ¹²)	800 - 1,100 כל אחד	
סך עלות ההתקשרות עם קבלן ההקמה	כ- 4.0 מיליארד \$	כ- 3.3 מיליארד \$
מונגנון קנס/בונוס בגין עמידה באבני דרך	קנס: 200-300 א' \$ ליום, בהתאם לאבן הדרך הספציפית	
	בונוס: 17 מ' \$, בהתאם לעמידה ב- 2 אבני דרך עיקריות	
ערבויות	ערבות ביצוע: ערבות בנקאית בשיעור של 10% מסך עלות ההקמה	
	ערבות תקופת אחריות: בשיעור 5% מעלות הסכם ההקמה	

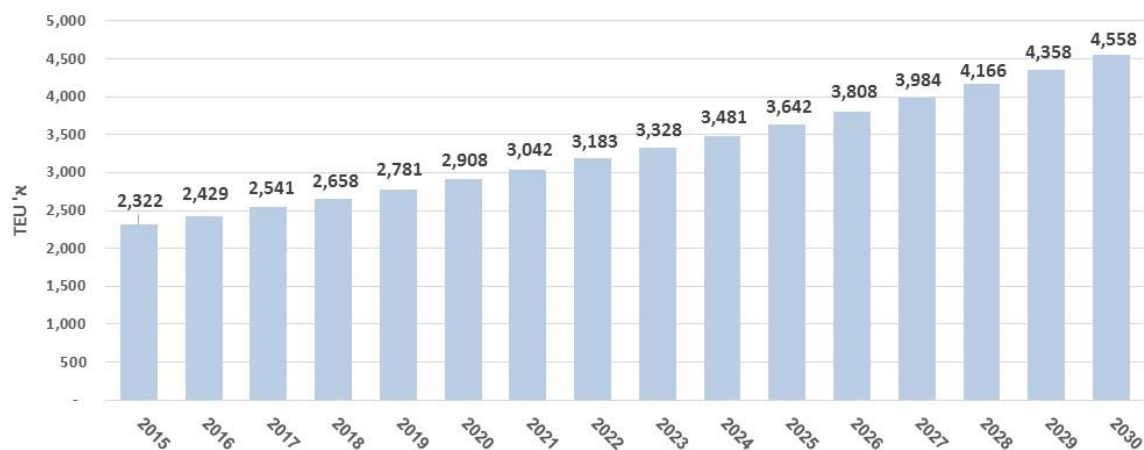
במסגרת המכרזים שפורסמו להקמת הנמלים החדשים התמודדו 3 קבוצות: (1) Pan Mediterranean, חברה בת בבעלות מלאה של China Harbor Engineering Company Ltd. (להלן: "צ'יינה הארבור"); (2) אשטרום שפיר נמל חדש לישראל בע"מ (להלן: "אשטרום-שפיר"), חברה משותפת לחברת שפיר הנדסה בע"מ וחברת אשטרום נכסים בע"מ; (3) חברת Ludreco (חברה אירופאית) בשיתוף עם חברת סולל-בונה בע"מ (מקבוצת שיכון ובינוי). נכון למועד הדוח, חברת התשתיות הסינית צ'יינה הארבור זכתה במכרזי ההקמה שפורסמו עבור הקמת 2 הנמלים החדשים. עם זאת, בהתאם להחלטת חנ"י כי נמל הדרום ונמל המפרץ יוקמו ע"י 2 קבלני הקמה נפרדים, בחרה צ'יינה הארבור, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי, להקים את נמל הדרום. ועדת המכרזים של חנ"י הודיעה על זכייתה של חברת אשטרום - שפיר להקמת נמל המפרץ, וחזוה איתה צפוי להיחתם בקרוב.

צ'יינה הארבור הינה חברת פיתוח והקמת תשתיות בינלאומית המתמחה בביצוע עבודות הקמה (EPC) במודל PPP¹³, המבצעת פעילויות קבלניות שונות בכ- 80 מדינות בעולם ומעסיקה מעל ל- 10,000 עובדים בפרויקטים הנאמדים בהיקף כספי כולל של כ- 10 מיליארד דולר.

¹⁰ ארגון בינלאומי המספק מסמכים המפרטים סטנדרטים בינלאומיים שיש לכלול בהסכמי הקמה של פרויקטים הנדסיים.
¹¹ במהלך השנים 2013-2014 התבצעו ע"י חנ"י עבודות הכנה מקדימות (ריכוז אבנים וייצור קוביות בטון עבור הקמת שובר הגלים וכד').
¹² Twenty Foot Equivalent Unit - מידה אחידה לתיאור מכולה סטנדרטית.
¹³ Public Private Partnership.

4. ניתוח התפתחות הפעילות בנמלי ישראל על פני זמן

4.1 תחזית תנועת מכולות בנמלי ישראל¹⁴



בבסיס המודל הפיננסי של החברה, נלקחה בחשבון הנחת בסיס כי סך תנועת המטענים בנמלי ישראל צפויה להציג גידול שנתי עקבי בשיעור של 4.6% בין השנים 2014-2042, כאשר שנת 2013 מהווה את שנת הבסיס במודל הפיננסי ונקבעה בהתאם לתנועת המטענים בנמלי ישראל בפועל. יש לציין כי, בהתאם לנתוני הפעילות בנמלים בין השנים 2001-2013, היקף גידול תנועת המטענים השנתית הממוצעת ($CAGR^{15}$) ב- TEU עמד על כ- 5.55%-5.0%¹⁶. יש לציין כי, בהתאם לתחזיות הפעילות המשקית המפורסמות הן ע"י בנק ישראל והן ע"י המכון הישראלי לייצוא, צפוי גידול בפעילות המשקית ובפעילות הסחר הבינלאומית בשנים הקרובות, תחזית אשר תומכת בגידול בתנועת המטענים אשר נלקחה בחשבון במסגרת המודל הפיננסי של החברה¹⁶.

¹⁴ התחזית איננה לוקחת בחשבון את התנועה בנמל אילת ונמל מספנות ישראל, אשר חלקם בתנועות המכולות בישראל.

¹⁵ Compound Average Growth Rate.

¹⁶ לפירוט בנוגע לתנועת המטענים בין השנים 2001-2013 ראה קישור לדוח מעקב חנ"י מחדש מאי 2014 בפרק 9.

5.1. תמצית נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים (א' ש)

2011	2012	2013	1Q/2013	1Q/2014	
751,365	835,337	881,238	204,414	216,617	הכנסות
108,437	235,421	261,305	54,299	71,965	רווח תפעולי
300,220	431,919	460,493	103,561	122,584	EBITDA
11,670	43,769	44,385	7,116	16,918	הכנסות מימון, נטו
86,890	409,364	207,767	31,636	57,118	רווח נקי
14.4%	28.2%	29.7%	26.6%	33.2%	% רווח תפעולי
5,674,539	5,919,010	6,305,425	6,086,048	6,335,710	סך מאזן ¹⁸
98,762	-	159,307	87,236	109,814	עודף נכסים לז"א בשל פנסיה תקציבית
5,413,512	5,687,363	6,027,095	5,823,216	6,039,961	הון עצמי
472,784	724,475	892,715	757,365	947,240	מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר
95.4%	96.1%	95.6%	95.7%	95.3%	הון למאזן
243,333	498,237	517,323	79,873	123,420	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(116,675)	(599,825)	(505,270)	(55,744)	(43,839)	תזרים מזומנים ששימש לפעילות השקעה
126,658	(101,588)	12,053	24,129	79,581	שינוי במזומנים ושווי מזומנים

לניתוח הנתונים הפיננסיים בין השנים 2011-2013, תקציב שוטף ותקציב פיתוח מול ביצוע, ראה דוח מעקב חנ"י מחודש

מאי 2014 (קישור בפרק 9).

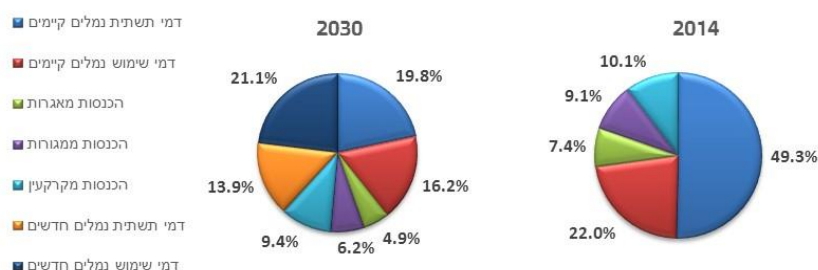
נכון למועד הדוח לחברה אין חוב פיננסי, והחברה מחזיקה ביתרות נזילות משמעותיות ומתאפיינת בשיעורי רווחיות עקביים. סך הכנסות החברה במהלך הרבעון הראשון לשנת 2014 הציג גידול בשיעור של כ- 6% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, כאשר כ- 65% מההכנסות נובעות מתשלום דמי תשתית¹⁹ ואגרות נמליות, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד. כתוצאה מגידול בהכנסות במהלך הרבעון הראשון בשנת 2014 בשיעור של כ- 6%, לרבות קיטון בהוצאות בשיעור של כ- 3.6% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, הרווח התפעולי של החברה הציג גידול בשיעור של כ- 32.5%, אשר בשילוב עם גידול בשיעור של כ- 137.7% בהכנסות מימון, נטו, מוביל לגידול ברווח הנקי בשיעור של כ- 80.5%. 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 החדשים. ההון העצמי של החברה מושפע, בין היתר, משינויים בהתחייבויות האקטואריות של חנ"י בגין פנסיה תקציבית. החברה מציגה על פני זמן עודף נכסים לז"א בקשר עם התחייבויותיה לפנסיה תקציבית, כאשר נכון למועד הדוח, היוון התחייבויות החברה לפנסיה תקציבית מתבצעת באופן

¹⁷ הניתוח הכמותי המבוסס על המודל הפיננסי של חנ"י נעשה בקשר עבור השנים 2014-2030 בלבד, וזאת לאור הנחות רספ"ן כי החל משנה זו יהיה צורך בהשקעות נוספות עבור הגדלת קיבולת הנמלים והתאמתה לצרכי היבוא/יצוא של המשק הישראלי.

¹⁸ במסגרת הדוחות הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2014 החברה ביצעה הצגה מחדש של נכס מאזני בשנת 2013, אשר הוביל לקיטון ב- 10,873 א' ש בסך מאזן.

¹⁹ 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.

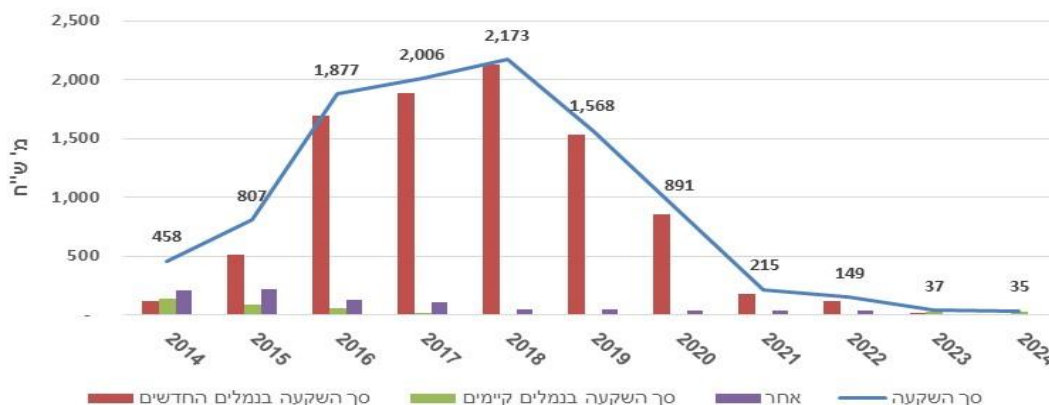
רבעוני, על בסיס ריבית חסרת סיכון של אג"ח ממשלתי. יש לציין כי במסגרת הדירוג נבחנו תרחישים שונים בגין שינויים בריבית ההיוון להתחייבויות האקטואריות של חנ"י, אשר אינן מגולמות בהכנסות חנ"י (תנודתיות בהתחייבויות אינן מהוות השפעה על התעריפים), ועשויות להוות סיכון מהותי לאיתנותה הפיננסית בטווח הארוך. החברה לא שילמה דיבידנד למדינה מיום הקמתה, ובהתאם למודל הפיננסי איננה צופה חלוקת דיבידנד בטווח הארוך. החברה משלמת למדינה תמלוגים בשיעור של 4% מסך הכנסותיה שאינן נובעות מהעמדת נכסים לשימוש חברות הנמל²⁰. 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. להלן גרפים המציגים את התפלגות ההכנסות העיקריות בשנים 2014 ו-2030:



כפי שניתן לראות מהגרפים לעיל, עיקר הכנסות חנ"י נובעות מהכנסות דמי תשתית ודמי שימוש, המהוות כ- 66.2% בממוצע מסך ההכנסות השנתיות בין השנים 2014-2030. דמי השימוש מהמפעילים הקיימים מוגדרים בצו דמי השימוש, ואילו דמי התשתית נקבעים עפ"י לוח תעריפים מפורט, בהתאם לכמות ולסיווג של המטען הספציפי. עוד ניתן לראות כי הכנסות חנ"י משימוש במקרקעין בבעלותה, אשר, לרוב, מועמד לשימוש חברות שונות הפועלות בתחומי נמלי ישראל (לדוגמא, חברות לוגיסטיקה) לטווח ארוך, מהוות הכנסות מהותיות יחסית על פני זמן, ונעות בטווח של 9.8%-12.7% לשנה, בין השנים 2014-2030. בהתאם למודל הפיננסי של החברה ניתן לראות כי החברה צופה גידול שנתי ריאלי בשיעור של 1% בהכנסות ממקרקעין שהועמדו לרשות צד ג' בטרם הקמתה של חנ"י, וכן גידול מהותי בהכנסות ממקרקעין שהועמדו לרשות צד ג' לאחר הקמתה של חנ"י²¹, בעיקר, בעקבות אכלוס מגרשים חדשים בפארק נמלי ישראל (בעורף הצפוני של נמל אשדוד).

²⁰ חברות הנמלים מעבירות למדינה, דרך חנ"י, 4% מהכנסותיהן מממן שירותי נמל- חנ"י מעבירה כספים אלו למדינה.
²¹ קיים שוני בהיקף בחלוקת ההכנסות מנכסים שהועמדו לרשות צד ג' בטרם הקמתה של חנ"י, ביחס לנכסים שהועמדו לרשות צד ג' לאחר הקמתה של חנ"י.

5.2 צפי השקעות חנ"י בפרויקטים המתוכננים כיום על פני זמן (מ' ש)



כפי שניתן לראות מהגרף לעיל, סך ההשקעות החזויות של חנ"י בין השנים 2014-2024 צפוי להסתכם בכ- 10.2 מיליארד ש"ח, כאשר עיקר ההשקעות, בסך כ- 9.0 מיליארד ש"ח, צפויות להתבצע בגין הקמת הנמלים החדשים. במסגרת תחום אחריותה של חנ"י בקשר עם פיתוח נכסי הנמלים מטעם המדינה, החברה מבצעת השקעות נוספות עבור תחזוקה ופיתוח של הנמלים הקיימים, הכוללות, בעיקר, שיקום ושידרוג רציפים. בהתאם לגרף לעיל, חנ"י צופה כיום כי בין השנים 2015-2024 תבצע השקעות בנמלים הקיימים, לרבות בשטחים אשר אינם מוגדרים כשטחים תפעוליים של חברות הנמל הקיימות (שטחים אשר נמצאים ברשותה של חנ"י - 'שטחים לבנים')²², בסך כ- 0.8 מיליארד ש"ח. יש לציין כי כלל תוכנית ההשקעות של חנ"י מאושרת באופן שנתי ע"י משרד האוצר ומשרד התחבורה, כחלק מאישור תקציב הפיתוח של החברה.

8

5.3 החוב הפיננסי ויחסי הכיסוי

החברה צופה כי כלל גיוסי החוב לצורך הקמת הנמלים החדשים והשקעות בנמלים הקיימים יתבצעו בין השנים 2015-2021 ויסתכמו בכ- 6.2 מיליארד ש"ח. בהתאם למודל הפיננסי של החברה, במהלך השנים 2015-2016 חנ"י צופה לגייס כ- 1.5 מיליארד ש"ח אשר פירעונם יחול לאחר 8 שנים ממועד הגיוס ('גרייס'), במשך 20 שנים (פירעון מלא בשנת 2042). בהתאם למודל הפיננסי של החברה, נתח משמעותי מגיוסי החוב צפוי להתבצע בשנים 2018-2019, בהן יגויס חוב בסך כולל של כ- 2.5-3.0 מיליארד ש"ח, אשר צפוי להיפרע עד לשנת 2034. בהתאם למודל הפיננסי של החברה, יחס כיסוי ADSCR²³ מינימאלי של החברה החל משנת 2021, השנה הראשונה בה קיימות הכנסות מהנמלים החדשים, (נמל המפרץ אשר הקמתו מסתיימת בשנת 2021) ועד לשנת 2030, צפוי לעמוד על 1.38. יש לציין כי במסגרת מבנה המימון של החברה, תעמיד חנ"י קרן ייעודית לשירות חוב בסך תשלום החוב החצי-שנתי (קרן וריבית), לכל תקופת פירעון החוב. בהתאם להנחות החברה, חלוקת עודפים תתאפשר החל משנת 2025, בכפוף לעמידה ביחס כיסוי ADSCR של 1.3. החברה מניחה כי האצת פירעון תתרחש רק במקרה של אי תשלום חוב בהתאם ללוח הסילוקין שנקבע.

²² הגדרת שטחי הנמלים נקבעה עפ"י חוק, ובהתאם לכתב ההסמכה של חברות הנמל וחנ"י.

²³ Annual Debt Service Coverage Ratio.



במסגרת הדירוג נבחנו תרחישים שונים, הן ברמה המאקרו כלכלית והן ברמת פעילותה של החברה. תוצאות התרחישים שנבחנו ויחסי כיסוי החוב הנגזרים, הולמות את רמת הדירוג.

6. 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 הנמל**") וחנ"י, אליה הועברה הבעלות למעשה²⁴ 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. 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 הנמל, המתחרות זו בזו. העיקרון המנחה את השינוי המבני הינו, שהפעלה אופטימאלית של התשתיות הנמליות, תתקיים בסביבה בה חברות הנמל, הפועלות באותה בריכת נמל, מתחרות זו בזו על רמת השירות הנמלי ומחירו ללקוח הקצה.

9

7. אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- סיום תכנית ההשקעות המאסיבית של החברה בקשר עם הקמת הנמלים החדשים, בהתאם לתקציב ולמועד

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינוי לרעה בהערכת הקשר בין החברה למדינה
- פגיעה מתמשכת ומהותית בהכנסות החברה, ברווחיותה וביחסי הכיסוי

8. השלמות

- השלמת כלל מסמכי המימון, לרבות שטר נאמנות בקשר עם גיוס איגרות החוב

²⁴ 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. נכון למועד הדוח, נחתם הסכם חכירה בין החברה לבין רשות מקרקעי ישראל אך ורק לגבי נמל אילת.

מועד דוח אחרון (דוח מעקב Issuer): מאי 2014

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

[מעקב דירוג Issuer מאי 2014: חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ](#)

[דוח מתודולוגי חברות פיתוח נכסי נמל](#)

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 בציוד, 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי Free Cash Flow (FCF)

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות 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") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה 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.

13

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 בייעוץ 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברה 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.