

מימון פרויקטים ותשתיות

דוח מיוחד - הערת ענף | נובמבר 2020

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינוי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

אורי חרמוני

אנליסט בכיר

uri.h@midroog.co.il

מוטי ציטרין

ראש צוות

moty@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

מימון פרויקטים ותשתיות בצל ההתפרצות המחודשת של נגיף הקורונה - תוך

התמקדות בכבישי אגרה

מידרוג מעריכה כי התמשכות משבר נגיף הקורונה על רקע ההתפרצות המחודשת, לצד שינויים אפשריים בתזרימי המזומנים ובהכנסותיהן של חברות פרויקטים וחברות תשתית, עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של חברות אלו, כמפורט בהערת ענף מיום 26.04.2020. מסמך זה מתמקד בהשלכות ההתפרצות המחודשת של נגיף הקורונה על פרויקטי כבישי אגרה, המאופיינים בחשיפה לסיכוני ביקושים ומושפעים באופן מהותי מהטלת הסגרים וממגבלות התנועה המחמירות, ביחס למימון פרויקטים ותשתיות. מידרוג תוסיף ותבחן את ההשלכות על דירוגי האשראי של פרויקטים ותשתיות בכלל ושל כבישי האגרה בפרט וכן, תבחן את אופן ההתמודדות של חברות הפרויקטים.

בשבועות האחרונים אנו עדים להתפרצות מחודשת של נגיף הקורונה בארץ ובעולם, זאת לאחר תקופה של ירידה בהיקף התחלואה. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום חד של הפעילות הכלכלית, תנודתיות גבוהה בשווקים הפיננסיים, שינויים בשע"ח ואף התבטאה בהשפעות ריאליות. השפעות אלו ממותנות, במידה מסוימת, באמצעות צעדים הננקטים על ידי הממשלה. תמורות אלו מביאות לשינויים, לעיתים משמעותיים ביותר, בהיקפי הפעילות ובהכנסות חברות הפרויקטים והתשתיות בכלל ושל פרויקטי כבישי אגרה בפרט. מידת ההשפעה על הפעילות הכלכלית המקומית הינה ניכרת ועלולה להתעצם באופן מהותי ככול שיימשכו תהליכים אלו. אנו מעריכים כי חברות פרויקטים וחברות תשתית חשופות לפגיעת הנגיף, בעוצמה משתנה, בהתאם למחזור החיים של החברה, לאופי החוזים, מבנה ההכנסות ולמאפיינים ספציפיים של הענף בו פועלת החברה, כמפורט בהערת הענף שפורסמה ביום 26 באפריל 2020. אולם, חשיפתם של פרויקטים בתחום התחבורה, בדגש על כבישי האגרה, ממשיכה להתעצם עם התמשכות משבר נגיף הקורונה, כמפורט להלן.

חשיפה גבוהה לכבישי האגרה, כאשר מידת הפגיעה הולכת וגוברת עם התמשכות מגבלות התנועה והשבתת המשק

משבר נגיף הקורונה משפיע באופן מהותי על כבישי האגרה בשל הירידה החדה בהיקף הנסועה ובפעילות הכלכלית במשק, כאשר החל מחודש מרץ, חלה שחיקה משמעותית בהיקפי הנסועה בכבישים בכלל ובכבישי האגרה בפרט. היקף הנסועה הרבעוני בכבישי האגרה, היה נמוך בטווח של 10%-40% ביחס להנחת החברות במודלים הפיננסיים ואף הוביל לשימוש ברשתות הביטחון בחלק מן הפרויקטים, קרי, להזרמת תשלומים מן המדינה לצורך פירעון החוב העיתי. ביתר פירוט, כחלק מהסכמי הזיכיון מול המדינה, החובות הבכירים של כבישי האגרה מאופיינים ברשתות ביטחון בקשר עם היקף הנסועה, המאפשרים התמודדות עם סביבה של תרחישי קיצון כדוגמת התרחיש הנוכחי. הפעלת מנגנוני רשתות הביטחון בכבישי האגרה, קרי, הזרמת תשלומים מהמדינה, תומכים ביכולת פרויקטי כבישי האגרה לפרוע את החובות הבכירים בהתאם לפירעונות העיתיים, על פי לוחות הסילוקין. ראוי לציין, כי טרם משבר נגיף הקורונה, היקפי הנסועה בכבישי האגרה היו מעל התחזיות בהסכמים מול המדינה ובהתאם לכך, הופעלו מנגנוני חלוקת הכנסות העודפות עם המדינה ביחס לתחזית שנקבעה, בניגוד למצב הנוכחי. בנוסף, בפרויקטים מסוג זה קיימים מנגנונים פיננסיים שונים, לרבות קרן לשירות חוב בהיקף של 6-12 חודשים, קרן תפעול ותחזוקה, מנגנוני Cash Sweep ו-Lock-Up, המגבילים את חלוקות העודפים לבעלי ההון וצפויים להפחית באופן מהותי את הפגיעה באיתנותם הפיננסית של החובות הבכירים בפרויקטים, וכתוצאה מכך, מאפשרים תקופת ספיגת הפסדים ברמת הפרויקט, טרם הפגיעה בשירות החוב הבכיר. מנגד, חובות נחותים עלולים להיפגע באופן משמעותי בהשוואה לחובות בכירים, שכן אינם נתמכים ברשת ביטחון ו/או סובסידיה ממשלתית במסגרת הסכמי הזיכיון.

להערכת מידרוג, השפעת המשבר על פרויקטי כבישי האגרה הולכת ומתעצמת עם התמשכות מגבלות התנועה, השבתת המשק והגידול בשיעור האבטלה. בנוסף, התמורות שחלו בהרגלי העבודה, כאשר חברות ומעסיקים רבים מאפשרים עבודה מרחוק, תוך עמידה במגבלות (לצד חיסכון בעלויות שכירות והוצאות נלוות), משפיעים גם הם באופן שלילי על היקף הנסועה בכבישי האגרה. עם זאת, לכבישי אגרה צפויה להיות עמידות טובה יחסית, היות והנסועה צפויה להתאושש במידה ניכרת כבר בטווח הקצר, עם ההקלות במגבלות התנועה. אולם, להערכתנו, חזרה להיקפי הנסועה שנצפו טרם משבר הקורונה צפויה להתרחש רק בטווח הבינוני. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ביצועי פרויקטי כבישי האגרה, כאשר ככל שתימשך השחיקה בהיקפי הנסועה ובהכנסות, עלולים דירוגי הפרויקטים להיפגע, בדגש על החובות הנחותים, ככל שקיימים.

למידע נוסף בנוגע להערכת מידרוג ביחס לענף מימון פרויקטים ותשתיות, ראה הערת ענף מיום 26.04.2020¹

דוחות קשורים

[מימון פרויקטים ותשתיות - דוח מיוחד - הערת ענף, אפריל 2020](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 02.11.2020

¹ [מימון פרויקטים ותשתיות - דוח מיוחד - הערת ענף, אפריל 2020.](#)

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.