

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ

מעקב | ינואר 2018

אנשי קשר:

מוטי ציטרין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
moty@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
yishait@midroog.co.il

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ

תיאור	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
חוב בכיר - Group A	Aa2.il	יציב	30.06.2027
חוב בכיר - Newcourt			
חוב בכיר - Group C			
חוב נחות ישן (2007)	A2.il	יציב	31.01.2021 ¹
חוב נחות חדש (2011)			31.01.2025 ¹

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לחוב בכיר Group A, Newcourt, Group C (להלן: "החוב הבכיר") שגייסה דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ (להלן: "הפרויקט" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לחוב נחות ישן (משנת 2007) ולחוב נחות חדש (משנת 2011) שגייסה החברה. אופק הדירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת המעקב השנתי נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) הפרויקט הינו כביש אורך מרכזי הפועל למעלה מ-13 שנים, מהווה עורק תחבורה ראשי, ובעל חשיבות לאומית בחיבור בין חלקי הארץ השונים; (2) תחרות מצד כבישים או אמצעי תחבורה אחרים אינה צפויה בעתיד הנראה לעין; (3) אומדני התקציב לתכנית החומש עבור הרחבות ושיקום עמוק, אשר להערכת היועץ הטכני, הינם סבירים ומספקים מענה נאות; (4) גידול עקבי ומתמשך בהיקפי הנסועה בפרויקט; (5) כ-90% מלקוחות הפרויקט הינם מנויים; (6) תזרים הכנסות יציב הנובע, בין היתר, משיעורי גבייה גבוהים, לצד עלייה עקבית בהיקף הנסועה; (7) ניסיון קבלני הביצוע, בעלי הפרויקט ומנהליו (Track-Record); (8) מנגנון רשת ביטחון מטעם המדינה, אולם אין ביכולתו להבטיח כיסוי מלא של החוב הבכיר; (9) עבודות הארכת כביש חוצה ישראל (קטעים 3 ו-7), עשויים להגדיל את היקף הנסועה העתידי, בטווח הבינוני, ולהיטיב עם יחסי הכיסוי בפרויקט; (10) נכון למועד הדוח ובהתבסס על דיווחי החברה, קרנות הביטחון מלאות בהתאם לנדרש בהסכמי המימון. בנוסף, במסגרת מעקב הדירוג אחר החוב הנחות נלקחו בחשבון, בין היתר, גם השיקולים הבאים: (1) נחיתות מבנית; (2) קיום מנגנון Pass-Through, המאפשר את דחיית פירעון החוב, וכן מנגנון כליאת עודפים מוסכם. (3) "זנב" של כ-4.5 שנים בין מועד פירעון החוב הנחות החדש עד למועד תום תקופת הזיכיון (יולי 2029), וזנב של כשנתיים וחצי לאחר פירעון החוב הבכיר. נכון ליום ה-30.06.2017, יחסי הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר ויחסי הכיסוי המשולבים עבור החוב הנחות³, עמדו על כ-1.99 וכ-1.30, בהתאמה. בהתאם לתרחיש הבסיס, המתבסס על המודל הפיננסי המעודכן לחודש יוני 2017, יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) עבור החוב הבכיר הינו 2.09, המינימאלי הינו 1.73 (בשנת 2020), ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי הינו כ-2.27 (בשנת 2018). בתרחיש הבסיס המשולב, הכולל את החוב הנחות, יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) הינו כ-1.29, המינימאלי כ-1.23 (בשנת 2019), ויחס ה-LLCR הינו כ-1.75 (בשנת 2018).

¹ ה-Final legal maturity של החוב הנחות הינו תום תקופת הזיכיון (יולי 2029).

² המרווח בין אורך חיי החוב לבין סיום תקופת הסכם הזיכיון (Concession agreement).

³ יחס הכיסוי ADSCR עבור החוב הנחות הינו יחס כיסוי משולב, הכולל את שירות הקרן והריבית עבור החוב הבכיר והחוב הנחות.

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ - נתוני הכנסה עיקריים⁴, אלפי ₪

FY 2014	FY 2015	FY 2016	01-09/2016	01-09/2017	נסועה (Sections ⁵)
262,865	291,040	313,054	236,610	254,130	שינוי ב - %
6.5%	10.7%	7.6%	9.8%	7.4%	
841,697	964,191	1,029,187	774,667	848,786	אגרה
7,293	(3,369)	(25,017)	(25,017)	(33,336)	מדינה
82,218	93,377	99,456	73,790	82,919	וידאו
37,488	29,268	28,623	21,082	24,025	אכיפה
9,800	11,793	12,580	10,742	9,228	תחנות שירות
6,795	5,385	5,719	4,371	3,272	אחרות
985,292	1,100,644	1,150,547	859,635	934,894	סה"כ

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

המשך גידול בהיקף הנסועה ובהכנסות הפרויקט

בהתאם לנתוני החברה, בשנת 2017, חל גידול של כ- 9.1% בהיקף הנסועה לעומת התקופה המקבילה אשתקד. עלייה זו הינה מגמתית ונובעת, בין היתר, מהשלמת עבודות הרחבת הנתיבים במספר מקטעים לאורך הקטע המרכזי, כאשר כ- 71% מהכביש הורחבו ל- 3 נתיבים, וכ- 20% נוספים הורחבו ל- 4 נתיבים, בשני כיווני התנועה. עבודות ההרחבה צמצמו את עומס התנועה בשעות השיא, ותרמו לכדאיות השימוש בכביש האגרה. ההכנסות בגין אגרה, המושפעות מן העלייה בנסועה ומעדכוני מחירי האגרה התקופתיים כאחד, עלו בשנת 2016 ובשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2017, בכ- 6.7% ובכ- 9.6%, בהתאמה, ביחס לתקופות המקבילות אשתקד. סך הכנסות הפרויקט גדלו בשנת 2016 ובשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2017, בכ- 4.5% ובכ- 8.8%, בהתאמה, ביחס לתקופות המקבילות אשתקד. להערכתנו, הגידול העקבי בהיקף הנסועה ובהכנסות הפרויקט, תומכים באיתנותו הפיננסית.

תקציב עבודות ההרחבה ושיקום עמוק

בהתאם לדוח היועץ הטכני⁶ מיום 27.12.2017, הבוחן את תקציב תכנית החומש המעודכן, הן בהיבט ביצוע עבודות ההרחבה והן בהיבט ביצוע עבודות שיקום עמוק, עבור השנים 2018-2022, עולה כי סך התקציב עבור כל אחד מהנ"ל מסתכם בכ- 422 מיליון ₪ וכ- 104 מיליון ₪, בהתאמה. להערכת היועץ הטכני, תקציב החומש לעבודות ההרחבה מהווה אומדן סביר לתכניות הפיתוח וההרחבות המתוכננות בכביש 6. להערכתו, תקציב החומש לביצוע עבודות שיקום עמוק, מספק נכון לעת זו, מענה נאות לעבודות שיקום המיסעות, שיקום המבנים והשלמת שדרוג המערכות. בנוסף, היועץ הטכני מציין כי יש להמשיך לעקוב אחר צרכים נוספים, לרבות בקשר עם שיקום מיסעות המשרתות את המחלפים בכביש, וכן בקשר עם מערכת אבטחת מידע להגנה יעודית מפני איומי סייבר.

הסדרת המחלוקת מול המדינה

במסגרת החלטת דירקטוריון החברה על ביצוע פרויקט של מערכת תאורה בכביש 6, ממחלף שורק ועד למחלף עירון, כחלק ממתווה כולל שסוכם מול המדינה בקשר עם עודפי הכספים שנצברו בידי החברה, לכאורה, לטענת הרשות הממונה⁷ במסגרת גביית סכומי פיצוי והחזר הוצאות. לדברי החברה, פרויקט התאורה אושר על ידי המדינה והמלווים הבכירים והינו חלק מתוכנית החומש של החברה.

⁴ הנתונים המוצגים נלקחו מדוחותיה התפעוליים של החברה. חלק מן הנתונים בטבלה אינם תואמים את הנתונים שהוצגו במועד המעקב הקודם בשל התאמות סוף שנה של החברה בדוחותיה התפעוליים.

⁵ Sections - היקף נסועה המחושב לפי מספר המקטעים לגבייה, ובשקלול סוג הרכב ומדיניות הגבייה של מינימום 3 ומקסימום 5 מקטעים.

⁶ סרנה הנדסה בע"מ.

⁷ חברת כביש חוצה ישראל בע"מ.

יחסי כיסוי לשירות החוב וקרנות ביטחון

נכון ליום ה- 30.06.2017, יחסי הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר ויחסי הכיסוי המשולבים (הכוללים את החוב הנחות), עמדו על כ- 1.99 וכ- 1.30, בהתאמה, זאת בהשוואה לכ- 2.05 וכ- 1.31, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם למודל הפיננסי המעודכן לחודש יוני 2017, יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) עבור החוב הבכיר הינו 2.09, המינימאלי הינו 1.73 (בשנת 2020), ויחס הכיסוי LLCR המינימאלי הינו כ- 2.21 (בשנת 2018). בתרחיש הבסיס המשולב, הכולל את החוב הנחות, יחס הכיסוי הממוצע (ADSCR) הינו כ- 1.29, המינימאלי כ- 1.23 (בשנת 2019), ויחס ה- LLCR הינו כ- 1.75 (בשנת 2018). כמו כן, נכון למועד הדוח ובהתבסס על דיווחי החברה, קרנות הביטחון מלאות בהתאם לנדרש בהסכמי המימון. להערכת מידרוג, סביבת יחסי הכיסוי הולמת את הדירוג.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפרויקט

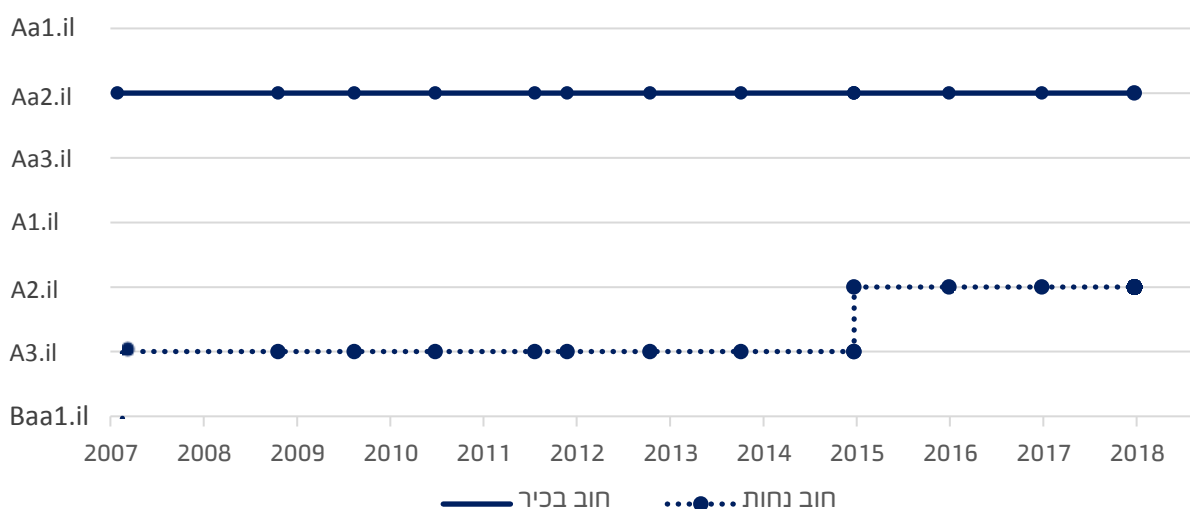
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

אודות החברה

בינואר 1998 זכתה החברה במכרז להקמת פרויקט מסוג BOT⁸, להקמה, תפעול ותחזוקה של כביש אגרה חוצה ישראל (להלן: "הקטע המרכזי" ו/או "כביש 6"), לתקופה של 30 שנים (כולל תקופת ההקמה). בחודש פברואר 1998 נחתם הסכם הזיכיון בין מדינת ישראל לבין החברה. הפעלתו המלאה של הכביש החלה בשנת 2004, וצפויה להימשך עד תום תקופת הזיכיון, ביולי 2029. בחודש יולי 2009 נפתח לתנועה קטע כביש נוסף, אשר אורכו 18 ק"מ, ומחבר את הכביש עם כביש 70 (להלן: "קטע 18"). הקמתו והפעלתו של קטע 18 נעשית באמצעות חברה בת, המבצעת את התחייבויות הפרויקט כלפי המדינה (להלן: "החברה הבת"). פעילותה של חברת הבת מומנה באמצעות חוב בכיר (המדורג בדירוג Aa3.il באופק יציב), חוב נחות (המדורג בדירוג A2.il באופק יציב) והון עצמי. ההכנסות מקטע 18 מתקבלות בחברה הבת, כאשר לפרויקט מועבר התזרים השוטף בלבד.

היסטוריית דירוג



Build, Operate, Transfer⁸

דוחות קשורים

[דירוג - דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ - חוב בכיר](#)

[דירוג - דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ - חוב נחות](#)

[מתודולוגיה למימון פרויקטי כבישי אגרה](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

24.01.2018	תאריך דוח הדירוג:
26.01.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2007	התאריך שבו פורסם דירוג החוב הבכיר לראשונה:
21.06.2007	התאריך שבו פורסם דירוג החוב הנחות לראשונה:
דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרג 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 מידרג מראש ובכתב.

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

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

מידרג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרג 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 מידרג 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 מידרג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרג 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.

מידרג 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 מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרג 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 מידרג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרג 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, מידרג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרג. מידרג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרג, 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 מידרג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו 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 מידרג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרג 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 מידרג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>