

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ -

חוב בכיר וחוב נחות

דוח מעקב | נובמבר 2012

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

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ - חוב בכיר וחוב נחות

חוב	דרגת תשלום	סכום שגויס (במ' ש, למועד גיוס החוב)	יתרת חוב (במ' ש נכון לתאריך 30.06.2012 צמוד למדד)	ריבית (נומינלית)	פירעון סופי צפוי	דירוג מקורי	דירוג נוכחי
חוב בכיר - Group A	I (פרי פאסו)	3,451 (גויס באוקטובר 1999)	4,367	5.6%-7.9%	2027	Aa2	Aa2
חוב בכיר Newcourt		250 מ' דולר ארה"ב (כ-920 מ' ש, גויס באוקטובר 1999)	כ-304 מיליוני דולר ארה"ב (כ-1,194 מיליוני ש)	9.9%	2027	Aa2	Aa2
חוב בכיר - Group C		170 (גויס באוקטובר 1999)	211	6.5%	2027	Aa2	Aa2
סה"כ חוב בכיר (ש)	-	4,541	5,772	-	-	-	-
חוב נחות ישן (שלא הומר)	II (פרי פאסו)	113 (גויס ביוני 2007) ²	184 (כולל ריבית נדחית)	7.09%	2021	A3 אופק שלילי	A3
חוב נחות חדש ³		370 (גויס במרץ 2011) ו-689 שהומר	1,193	7.15%	2025	A3 אופק שלילי	A3
סה"כ חוב נחות	-	1,172	1,377	-	-	-	-

מקור: לוח סילוקין לפרויקט ודיווחי החברה.

2

דירוג החוב הבכיר נותר על כנו.

דירוג החוב הנחות נותר על כנו. האופק השלילי נקבע עקב יחסי הכיסוי החלשים בקשר עם החוב הנחות, הנובעים מנסועה נמוכה מתחזיות SDG, וחשיפת תזרים המזומנים לשירות החוב הנחות, לעלויות הרחבה והשקעות נדרשות בפרויקט (הפרשות בגין עלויות אלו מופרשות לאחר שירות החוב הבכיר, ועל כן, אינן משפיעות על יחסי הכיסוי של החוב הבכיר).

1. שיקולים עיקריים לדירוג החוב הבכיר

בקביעת דירוג הפרויקט, מידרוג מסתמכת על מתודולוגיית הדירוג של מידרוג לדירוג כבישי אגרה, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג כבישי אגרה פעילים (Operational Toll Roads) וכן על מתודולוגיית הדירוג של מידרוג לפרויקטים ותשתיות, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג הגנרית של Moody's לדירוג מימון פרויקטים (Generic Project Finance). הפרמטרים העיקריים שנלקחים בחשבון הינם: חשיבות הפרויקט, סטטוס הפרויקט, חשיפתו לתחרות, רמת הביטחון לגבי תזרים המזומנים הצפוי בפרויקט, בעלי הפרויקט וקבלניו הראשיים והיבטים פיננסיים, כפי שמשתקפים במודל העסקי.

¹ הריבית משתנה, בשנת 2014 תתעדכן הריבית באופן חד פעמי, בהתאם לריבית הממוצעת לאג"ח ממשלתי צמוד מדד לכ-8 שנים.

² החלק שלא הומר.

³ במרץ 2011 השלימה החברה גיוס חוב נחות נוסף (להלן: "חוב נחות חדש"), בסכום של 370 מ' ש והמרה של כ-70% מהחוב הנחות הקיים (להלן: "חוב נחות ישן"). החוב הנחות החדש הינו במעמד משפטי זהה, פרי-פאסו, לחוב הנחות הישן.



במסגרת הדירוג, נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: הפרויקט הינו כביש אורך מרכזי, בעל חשיבות לאומית בחיבור חלקי הארץ השונים למרכז. תחרות מצד כבישים אחרים או אמצעי תחבורה אחרים אינה צפויה בעתיד הנראה לעין, באופן אשר עלול לפגוע בנתוני הפרויקט. מאידך, חיבור קטעים נוספים לכביש, כדוגמת קטע 18, משפר את יציבות הנסועה בו ועשוי להגדילה לאורך זמן. הכביש הושלם במהלך שנת 2004, הינו בעל היקפי נסועה מבוססים, על פני כשמונה שנות פעילות, ובמגמת שיפור עקבית בתנועה. עם זאת, הפרויקט חשוף לסיכון תנועה (הפרויקט מתאפיין בהיקפי נסועה הנמוכים מתחזיות SDG), אשר ממותן ע"י רשת ביטחון חלקית מטעם המדינה (אין ברשת הביטחון להבטיח כיסוי מלא של החוב), והינו חשוף לשינויים בהיקפי ההשקעה הנדרשים לשם תחזוקתו, וזאת, במיוחד לאור היקפו ומורכבותו. כמו כן, נלקחו בחשבון ניסיון הקבלנים, בעלי הפרויקט ומנהליו (לא חל שינוי באשר לקבלני הפרויקט ומנהליו). להערכת מידרוג, ישנו יתרון משמעותי להחזקת הפרויקט ע"י חברה תפעולית, שהקמת תשתיות הינה ליבת פעילותה. עם זאת, להערכת מידרוג, הפרויקט הגיע לבשלות (חרף מגמת הגידול העקבי בנסועה) ולהיקפי הכנסות, הממתנים את החשיפה הכרוכה בשינוי מבנה הבעלות, כמתואר בסעיף 3.1.

2. שיקולים עיקריים לדירוג החוב הנחות

נחיתות החוב הנחות, כנגד החוב הבכיר, מתלה את פירעונו בעודפי מזומנים לחברה, שהינם מעבר לרשת הביטחון מטעם המדינה; כלומר, אין ברשת הביטחון, לכשעצמה, לתרום לפירעון החוב הנחות, ויתרונה מתמצה בהקניית יציבות לפרויקט בכללותו. פירעון החוב הנחות אף תלוי בעמידה ביחסי כיסוי מינימאליים לחוב הבכיר, המתיר תשלומי חוב נחות, הלוואות בעלים וחלוקת דיבידנדים, על פי מפל המזומנים. מאידך, שירות החוב הנחות מקבל הגנות שונות בדמות: (1) קדימותו לפירעון הלוואות בעלים וחלוקת דיבידנדים, על פי מפל המזומנים⁴, (2) מנגנון Pass-Through, אשר מאפשר מתיחת הפירעון על פני השנים, וכן מנגנון כליאת עודפים מוסכם.

3

במסגרת המעקב, הועברו למידרוג הערכות החברה, באשר להתפתחות תזרים המזומנים החופשי לשירות חוב נחות. יחסי הכיסוי הנובעים מהערכות אלו הינם חלשים, בין היתר, כתוצאה מאי-עמידה בתחזיות הנסועה של SDG, כאמור לעיל, וכן כתוצאה מהקדמת הרחבות והגדלת ההפרשות לתחזוקה עמוקה. מילוי קרן הביטחון לשירות חוב ומילוי חשבון ה- Excess Cash, ממתנים, במידת מה, את החשיפה להיעדר נזילות לשירות חוב, כמו גם "זנב" של 4.5 שנים, הקיים בין מועד פירעון החוב הנחות (ינואר 2025) עד למועד תום תקופת הזיכיון (יולי 2029).

האופק השלילי נקבע בעבר בשל אי-מילוי כרית הביטחון לשירות החוב הנחות. כרית הביטחון מולאה ביולי 2012. עם זאת, האופק השלילי נקבע עקב יחסי הכיסוי החלשים. יחסי הכיסוי עשויים להשתפר, הן כתוצאה משיפור בנתוני הנסועה והן הודות לשינוי אפשרי בריבית הבסיס לחוב הבכיר (Group A), החל מיולי 2014.

⁴ ראה הערת שוליים 16.

3.1. מבנה בעלות הזכין ושינוי אפשרי

בעלי השליטה בחברה הינם שיכון ובינוי, בשיעור 50%, ו- ת.ש.י דרכים⁵ (להלן: "תש"י"), בשיעור 50%. כחלק מהסגירה הפיננסית, ביום ה- 28/10/1999 נחתם הסכם אשר לפיו, החברה הקצתה למדינה, ללא תמורה, 49 כתבי אופציה, המקנים לה זכות השתתפות ב- 49% מן הרווחים הנובעים מתשלומי דיבידנדים ו- 49% מכל שירות של "חוב משני" (כהגדרתו בהסכם). ועדת המכרזים של משרד האוצר יצאה במכרז למכירת אופציית המדינה, ובמהלך יולי 2011 זכתה במכרז נוי חוצה ישראל⁶ (להלן: "נוי חוצה ישראל"); המחיר שנקבע במכרז הינו כ- 1,394 מ' ש"ח (המשקף שווי לחברה, בסך כ- 2.3 מיליארד ש"ח).

בד בבד, החליטה שיכון ובינוי למכור את חלקה בחברה ל- ת.ש.י דרכים, עסקה אשר טרם יצאה אל הפועל. בהיתן מימוש עסקה זו, ולאור כוונת נוי חוצה ישראל להמיר חלק מזכויותיה הכלכליות (בהיקף 49%) למניות שליטה (בהיקף 25%), מבנה החזקת החברה צפוי להשתנות, כדלקמן:

מספר דירקטורים	זכויות הצבעה ושליטה	זכויות כלכליות	ת.ש.י דרכים
7	75%	51%	נוי חוצה ישראל
3	25%	49%	

השלכות אפשריות בקשר עם שינוי מבנה בעלות הזכין, כפי שתואר לעיל, מפורטות בפעולת הדירוג מחודש דצמבר 2011.⁷

3.2. מחלוקת עם המדינה בנושא מנגנון האכיפה ושינוי מדרג הקנסות

בתאריך 30 במאי 2011 התקבל מכתב מטעם המדינה, באשר לעודפים שהצטברו, לטענת המדינה, אצל הזכין מפעולות אכיפה עד לשנת 2009, בסך של כ- 64 מ' ש"ח, וכוונתה להביא להפחתה משמעותית של שיעורי הפיצוי והחזר ההוצאות (בגין האכיפה). לטענות הזכין (אשר הועלו, בין היתר, במסגרת שימוע שנערך לו ב- 03/07/2011), מנגנוני האקסלרציה בקנסות ובפעולות האכיפה האקטיביות (לרבות החרמת רכבים), דרושים על מנת לשמר את אחוז הגבייה המשוקלל הגבוה (כ- 98%), וכי המתאם בין התקבולים מגבייה להוצאות בגין גבייה נשמר. בתאריך 08/08/2012 המליץ מנכ"ל משרד התחבורה על הפחתת הקנסות, באופן הבא:

אי-פירעון חשבון במועד*:	הסכום בטרם התיקון (ש"ח)	הסכום המתוקן (ש"ח)	שיעור השינוי
חשבון ראשוני	16	14.4	-10%
חשבון נוסף ראשון	33	26.4	-20%
חשבון נוסף שני	66	33	-50%
חשבון נוסף שלישי	66	33	-50%

* עלויות בגין אמצעי גבייה נוספים (כגון: עיכוב רכב, גרירת רכב וכדומה) לא שונו.

⁵ שותפות מוגבלת בה שותפים: קרו תשתיות ישראל, הראל, עמיתים, לאומי פרטנרס ואלטשולר שחם. השותף הכללי בת.ש.י הינו חברת הניהול של הקרן, בה מחזיקה הראל כ- 40%, המנוהלת ע"י ירון קסטנבאום.
⁶ נוי חוצה ישראל הינה שותפות מוגבלת, בה שותפים קרן נוי וגופים מוסדיים שונים. השותף הכללי הינו חברה המנוהלת ע"י פני כהן, רן שלח וגלעד בושביץ, מנהלי קרן נוי. קרן נוי הוקמה ע"י פועלים שוקי הון וכלל ביטוח ושותפים בה גופים מוסדיים שונים.
⁷ [פעולת דירוג דרך ארץ היוויז \(1997\) בע"מ- דצמבר 2011](#).

טרם נתקבלה החלטה לגבי העודפים, לטענת המדינה, מפעולות אכיפה, כפי שתוארה לעיל. להערכת החברה, במידה והמלצת מנכ"ל משרד התחבורה אכן תאושר ע"י שרי האוצר והתחבורה, השפעתה על ההכנסות תבוא לידי ביטוי החל משנת 2014 ותהיה בהיקף שאינו צפוי לעלות על 15 מ' ש"ש לשנה.

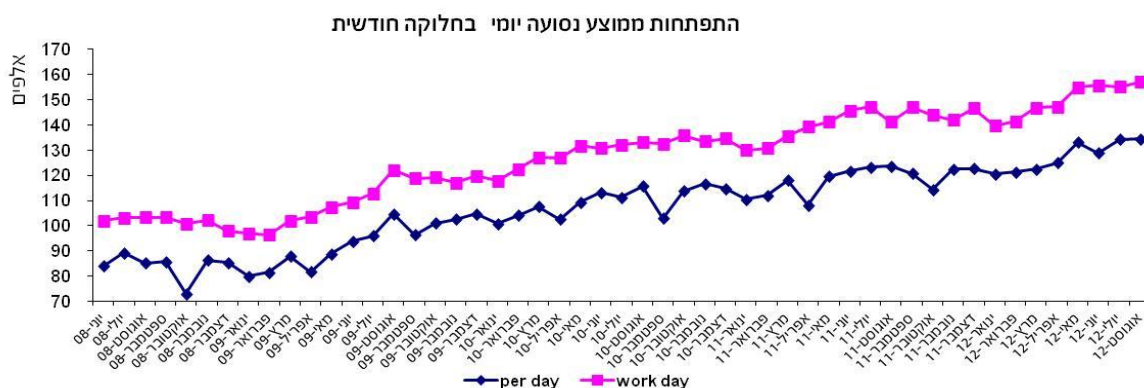
3.3. דו"ח יועץ טכני עדכני

מדוח היועץ הטכני מתאריך 24/06/2012, עולה כי ביצוע הרחבות בקטע ניצני עוז- באקה, הוקדם לשנת 2012, לאור עומסי התנועה בקטע; אין שינוי באומדן התקציב. בנוסף, צוין כי עד לשנת 2020, מתוכננות פעולות שידרוג במערכות המחשוב בפרויקט, הכוללות התקנת מערכת ניהול מצאי ונכסי הכביש, החלפת רכיבי אגרה עקב בלאי, שדרוג מערכות הגבייה (RMS-Billing) ושדרוג מערכת עיבוד נתוני חיוב ואגרה. נכון לחודש דצמבר 2011, סך התקציב המתוכנן לשדרוג מערכות המחשוב הינו כ- 30 מ' ש"ש, וזאת לעומת הערכה קודמת, מחודש יוני 2011, בסך כ- 14.5 מ' ש"ש. להערכת החברה, יתכנו שינויים בהיקף התקציב הנדרש עבור שדרוג המערכות, העלולים להוביל לגידול בעלויות. במסגרת דו"ח יועץ טכני מתאריך 16/07/2012, עולה כי התקציבים והמועדים, שנקבעו להרחבות של הקטע בן שמן- נחשונים, עומדים בתחזיות, ויושלמו עד לתאריך החוזי, קרי, 15/04/2013. להערכתו של היועץ הטכני, רמת הסיכון ביחס לעמידה בלוח הזמנים החוזי הינה נמוכה ביותר ולעמידה בלוח הזמנים המתוכנן של הקבלן (סוף שנת 2012) הינה נמוכה.

4. ניתוח

4.1. היקפי נסועה והכנסות

מנתוני נסועה בפועל במהלך השנים האחרונות, החל מיוני 2008 (ראה גרף להלן), ניתן להבחין במגמת עלייה יציבה בהיקף התנועה (Ramp-Up), האופיינית, בדרך כלל, לכבישים בתחילת הפעלתם. למרות שהקטע המרכזי נפתח בשנת 2004, נראה כי מגמת העלייה בהיקפי הנסועה נמשכת, בין היתר, הודות לפתיחת ההרחבה הצפונית ("קטע 18") ביולי 2009. במהלך השנים האחרונות, נצפה גידול בכל חודש ביחס לחודש המקביל בשנה הקודמת. להלן גרף המתאר את התפתחות ממוצע הנסועה היומי בחלוקה חודשית (Trips)⁸, החל מיוני 2008:

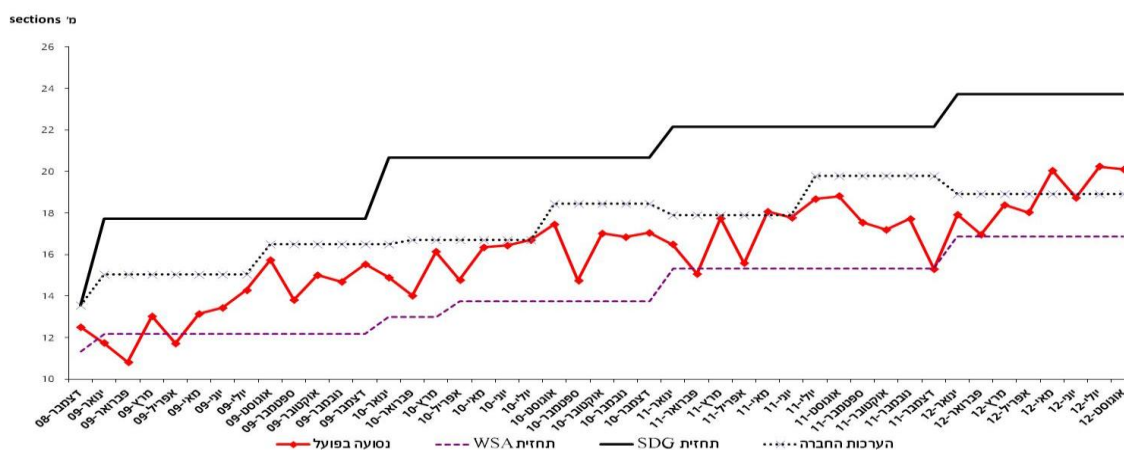


מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג.

⁸ מספר כלי רכב.

ניתן לראות כי בתקופה, שהחלה בדצמבר 2008 ונסתיימה באוגוסט 2012, היקפי הנסועה, בפועל, גבוהים בעקביות מנתוני WSA⁹ (למעט פברואר 2011 וינואר, פברואר ואפריל 2009); עם זאת, באותה תקופה היקפי הנסועה נמוכים, בשיעור ממוצע של כ- 22%, ביחס לתחזית SDG¹⁰. החל מיולי 2009 היקפי הנסועה, בפועל, קרובים להיקפי הנסועה בהתאם להערכות החברה¹¹, ולראשונה גדולים ממנה בחודשים מאי ויולי - אוגוסט 2012.

להלן גרף המתאר את היקפי הנסועה במקטעים לחיוב (Sections) בפועל, לעומת התחזיות¹²:



מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג

להלן טבלה המתארת את פירוט סה"כ הכנסות בפועל (באלפי ש"ח):

2009	2010	2011	1H2010	1H2011	1H2012	
163,017	192,443	208,986	92,630	100,711	110,082	נסועה (מקטעים לחיוב)
-	18.1%	8.6%		8.7%	9.3%	שינוי ב- %
513,870	594,246	661,945	292,360	316,318	361,506	אגרה
(3,044)	¹³ (63,720)	(25,549)	(15,470)	(20,433)	(27,104)	מדינה
47,292	57,795	63,367	27,382	30,062	31,380	וידאו
36,337	33,059	30,777	18,046	14,679	15,354	אכיפה
5,485	7,519	11,366	3,637	7,842	4,548	תחנות שירות
8,708	9,509	6,252	5,102	3,001	3,495	אחרות
608,648	638,408	748,158	331,057	351,469	389,179	סה"כ

מקור: דוחות רבעוניים של החברה.

⁹ Wilbur Smith Associates – תחזית התנועה של הזכיון.

¹⁰ תחזית נסועה של המליונים, אשר עודכנה לאחרונה בשנת 2008 (בעקבות התפתחויות שונות).

¹¹ החברה מעדכנת את תחזיותיה בכל מועד עדכון של המודל הפיננסי, בהתבסס, בין היתר, על התפתחות שיעור הנסועה, בפועל, ותחזית SDG.

¹² יש לציין כי, התחזיות בקשר עם הנסועה הינן שנתיות.

¹³ הסכום הגבוה למדינה בשנה זו נובע מפערי עיתוי, בין היתר, לאור הסכמת המדינה לדחיית תשלומים משנת 2009 לשנת 2010.

ההכנסות מאגרה, המהוות את עיקר הכנסות הפרויקט (כ- 88% בשנת 2011), עלו בכ- 12%, בין השנים 2009-2010 (ביולי 2009 נפתח קטע 18); בכ- 11%, בין השנים 2010-2011 ובכ- 14%, בין המחצית הראשונה של שנת 2011 למחצית הראשונה של שנת 2012. ההכנסות משירות וידיאו, המהוות כ- 8.5% מסה"כ הכנסות הפרויקט בשנת 2011, עלו בכ- 22%, בין השנים 2009-2010; בכ- 9.6%, בין השנים 2010-2011, ובכ- 4.4%, בין המחצית הראשונה של שנת 2011 למחצית הראשונה של שנת 2012. מפילוח המשתמשים בכביש, בחודש אוגוסט 2012, עולה כי כ- 88.9% מהמשתמשים בכביש הינם כלי רכב פרטיים, כ- 10.7% הינם משאיות וכ- 0.4% אופנועים¹⁴. מפילוח המשתמשים לפי אופן התשלום, בחודש אוגוסט 2012, עולה כי כ- 62.4% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל¹⁵, כ- 20.3% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידיאו, ואילו היתרה, בשיעור כ- 17.3%, הינם מזדמנים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידיאו. שיעור הגבייה ממשתמשי שירות הווידיאו הינו כ- 87% (יש לקחת בחשבון כי, הגידול בשימוש בכביש מטה כלפי מטה את שיעור הגבייה). אמצעי האכיפה מעלים את שיעור הגבייה בחלוף הזמן. שיעור הגבייה המשוקלל בכביש, עבור 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2012, הינו כ- 98%.

4.2. יחסי כיסוי שירות החוב

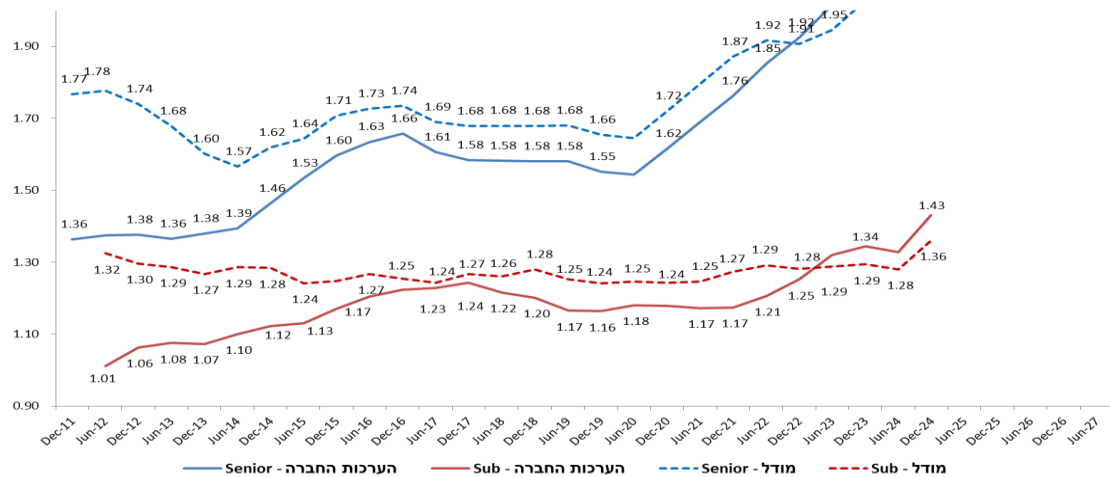
יחסי הכיסוי (ADSCR), בפועל, לשנים 2010 ו- 2011 הינם 1.39 ו- 1.36, בהתאמה. יחס הכיסוי עבור 12 החודשים, אשר הסתיימו ביוני 2012, הינו 1.37. בהתאם למודל הפיננסי (תחזיות SDG), יחסי הכיסוי לשנים 2010 ו- 2011 נאמדו ב- 1.56 וב- 1.77, בהתאמה. יחס הכיסוי עבור המחצית הראשונה של 2012, בהתאם למודל, הינו 1.78. מנתונים אלו עולה כי, יחס הכיסוי בפועל נמוך מהתחזיות, בין היתר, לאור נתוני הנסועה הנמוכים מתחזית SDG, כפי שתואר לעיל. בהתאם להערכות החברה, יחס הכיסוי הממוצע לחוב הבכיר צפוי להיות 1.75 (לעומת יחס כיסוי של 1.86, בהתאם לתחזיות הנסועה של SDG). יצוין כי, נכון למועד כתיבת הדו"ח, תשלומי קרן וריבית בגין החוב הבכיר שולמו כסדרם.

תשלום הריבית הראשון בגין החוב הנחות הישן (שלא הומר) חל בינואר 2012, והחזרי הקרן בגינו יחלו בינואר 2014 עד לפירעון מלא בתאריך 31/01/2021. תשלום הריבית הראשון בגין החוב הנחות החדש יחול בינואר 2015 והחזרי הקרן בגינו יחלו בינואר 2018 עד לפירעון בתאריך 31/01/2025. בהתאם למודל הפיננסי (תחזיות SDG), יחס הכיסוי הממוצע לשירות החוב הנחות הינו 1.27 והמינימאלי הינו 1.24. בהתאם להערכות החברה, יחס הכיסוי הממוצע צפוי להיות 1.19 ואילו יחס הכיסוי המינימאלי צפוי להיות קרוב ל- 1.0 בסוף שנת 2012 (חוב זה הינו במתווה Pass-Through, ועל כן, יחס כיסוי זה אינו מהווה חדלות פירעון). עם זאת, להערכת החברה, בטווח הארוך, ההרחבות יובילו לגידול בנסועה (Ramp-Up) ובהכנסות מן הכביש. בנוסף, בשנת 2014 ריבית הבסיס לחוב הבכיר תעודכן, וצפויה לקטון, באופן שיגדיל את תזרים המזדמנים לשירות החוב הנחות.

¹⁴ אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

¹⁵ משדר אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.

התפתחות יחסי הכיסוי לחוב הבכיר ולחוב הנחות, בהתאם למודל, ובהתאם להערכות החברה (קו שבוע)



*מקור: מודל פיננסי ועיבודי מידרוג (החל משנת 2023, יחס כיסוי החוב הבכיר עולה על 2.0).

4.3 קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכייין התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת החוב הבכיר ולטובת החוב הנחות, להלן פירוט הקרנות נכון לתאריך (30/06/2012):

1. **קרן לשירות החוב הבכיר:** כ- 280 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. בגובה 6 חודשי שירות חוב.
2. **קרן הרחבות:** כ- 41 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. לקרן זו מועבר סכום ההוצאה הממוצעת בגין ההרחבות הצפוי ב-8 החציונים הבאים, עד למקסימום הנקבע כסכום הגבוה מבין: פי 2 מסכום ההוצאה הממוצע של ההרחבות הצפויות ב-8 החציונים הבאים או פי 2 מסכום ההוצאה החצי שנתית הקרובה.
3. **קרן לשיקום עמוק:** כ- 20 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. בכל תקופה אמור להתווסף לקרן סכום ההוצאה הממוצעת בגין שיקום עמוק, הצפוי ב-8 החציונים הבאים. היתרה בקרן מוגבלת לסכום השווה לפי 2 מסכום ההוצאה הגבוהה ביותר ב-8 החציונים הבאים
4. **קרן הוצאות תפעול:** כ- 67 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. הקרן נועדה לצורך כיסוי עליה בהוצאות המפעיל, שלא נצפו או אושרו מראש עקב עדכון בהסכם התפעול.
5. **קרן המודל הפיננסי:** כ- 27 מיליוני ₪, בהתאם לנדרש. עפ"י הסכמי המימון הקרן אמורה להשתחרר בשנת 2014, ונועדה לפצות על פערים בין המודל הפיננסי לביצוע בפועל.
6. **קרן לשירות החוב הנחות (MDSRA):** קרן החוב הנחות תיצבר בגובה החזר החוב (קרן וריבית) לתקופה של שישה חודשים (תשלום עיתי). נכון ל-30.6.12, הקרן הנדרשת הינה בסך כ- 6.3 מיליוני ₪, כנגד תשלומי הריבית הצפויים בגין החוב הנחות הישן בינואר 2013 (בהתאם ללוח הסיילוקין). במהלך חודש יולי 2012, הושלמה קרן זו במלואה ונכון למועד הדוח, מלאה כנדרש.
7. **חשבון ה- Excess Cash:**¹⁶ היתרה בחשבון זה הינה כ- 121 מ' ₪; בהתאם להסכמי המימון¹⁷.

¹⁶ Excess Cash - חשבון זה מרכז את הסכומים הנותרים לחברה, לאחר תשלום כל ההוצאות התזרימיות, תשלומי החוב, הריבית והעמלות וכל תשלום אחר על פי הסכם החשבונות, המגדיר את החשבונות בפרויקט ואת מפל התשלומים.

4.4. ערביות וביטוחים

- בהתאם להסכמי המימון, קיימות הערבויות הנדרשות, בין היתר, להבטחת זכויות המדינה בקשר לפרויקט ולהבטחת תחזוקתו (לפירוט - ראה דוח הדירוג הראשוני).
- מערך ביטוחי, כנדרש בהסכמי המימון.

5. פרופיל הפרויקט

בינואר 1998 נבחרה חברת דרך ארץ הייז (1997) בע"מ (להלן: "דרך ארץ" או "החברה" או "הזכין") כזוכה במכרז לפרויקט מסוג BOT, להקמה ותפעול כביש אגרה, של כביש חוצה ישראל, הידוע ככביש 6, לתקופה של 30 שנה (כולל תקופת ההקמה) (להלן: "הפרויקט" או "הקטע המרכזי" או "הכביש"). בפברואר 1998 נחתם הסכם זיכיון בין מדינת ישראל לבין החברה, לשם הוצאה לפועל של הפרויקט (להלן: "הסכם הזיכיון"). בניית הכביש הסתיימה בשנת 2004 וממועד זה החל תפעולו המלא, אשר צפוי להמשיך עד תום תקופת הזיכיון, קרי יולי 2029.

ביולי 2009 נפתח לתנועה קטע דרך נוסף, באורך 18 ק"מ, אשר מחבר את הכביש עם כביש 70 (להלן: "קטע 18"). הקמת והפעלת קטע 18 נעשית באמצעות חברה בת של הזכין, אשר מבצעת את התחייבויותיו כלפי המדינה (להלן: "חברת הבת"). פעילותה של חברת הבת מומנה באמצעות הלוואות מבנקים וגופים מוסדיים כחוב בכיר (המדורג בדירוג Aa3), ובאמצעות הון עצמי, הכולל הלוואות בעלים נחותה. ההכנסות מקטע 18 מתקבלות בחברת הבת, ולזכין מועבר התזרים השיורי בלבד, כפירעון הלוואות הבעלים ומתוקף היותו בעליה של חברת הבת (חלוקת עודפים, אם וככל שהיא מותרת)¹⁷.

בסוף 2007 נפתח לתנועה קטע חדש בדרכו של הכביש, בין מחלף שורק ומחלף קריית גת (קטע 19). קטע דרומי נוסף, בין מחלף קריית גת ומחלף מאחז (קטע 20), נפתח באמצע שנת 2008. הקטעים הנ"ל פתוחים לציבור הרחב ושימוש בהם אינו כרוך באגרה כלשהיא. הפעלת ותחזוקת הקטעים נעשית ע"י קבלן התפעול והתחזוקה של הקטע המרכזי, תמורת תשלום מהמדינה.

9

¹⁷ בהתאם למסמכי מימון החוב הבכיר, משיכת עודפים או לחילופין, העברה למילוי קרן החוב הנחות, כפופה ליתרה של לפחות כ- 109 מ' ש"ח בשבון הנ"ל (צמודים למדד יוני 2011). בהתאם למסמכי מימון החוב הנחות, חלוקת דיבידנדים תתאפשר, בהינתן יחס כיסוי של 1.25 או עם כליאת עודפים בחשבון בגובה 120 מ' ש"ח.

¹⁸ במקרים מסוימים, בהם חברת הבת לא תוכל לפרוע את החוב הבכיר שלה, הזכין יהא מחויב לתמוך בחברת הבת ולהעביר לה סכומים לשם פירעון החוב הבכיר, בסכום מצטבר של עד 30 מיליון ש"ח (עד 6 העברות שנתיות של עד 5 מיליון ש"ח לכל העברה). עד למועד דוח זה, לא נזקק הזכין להעביר סכומים כאמור.

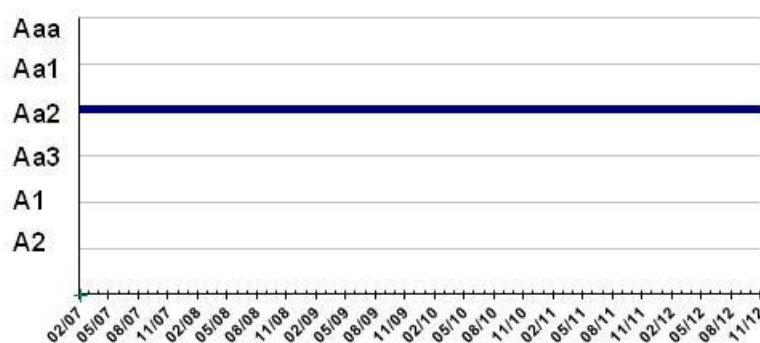
6.1. גורמים העשויים לשפר את הדירוג לחוב הבכיר או לחוב הנחות:

- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי לחובות השונים
- שיפור משמעותי ומתמשך באיתנות הפרויקט

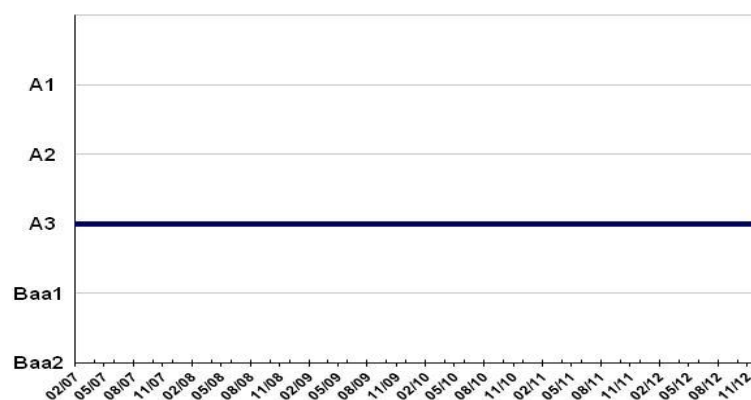
6.2. גורמים העשויים לפגוע בדירוג החוב הבכיר או החוב הנחות:

- אי-עמידה משמעותית ומתמשכת בתחזיות התנועה וביחסי הכיסוי, בפועל, לעומת התחזית, בחובות השונים
- שינוי לרעה בנתונים כלכליים או בסביבה רגולטורית הקשורים בפרויקט
- אי-עמידה מתמשכת באחת או יותר מכריות הביטחון בכל אחד מהחובות

חוב בכיר:



חוב נחות:



11

מועד דירוג אחרון: דצמבר 2011

[דרכי ארץ היינז \(1997\) בע"מ - מעקב שנתי \(אוגוסט 2011\)](#)

[דרכי ארץ היינז \(1997\) בע"מ - מעקב שנתי ופעולת דירוג \(אוגוסט 2010\)](#)

[דוח מתודולוגי - מימון פרויקטים ותשתיות בישראל](#)

היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב, מכל סוג, שנסע בכביש, ללא קשר למספר המקטעים שבהם נסע, ייספר כ- Trip אחד	Trips
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש, יחושב כנסיעה אחת, ללא התחשבות במספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב (משאית משוקללת פי 3, אופנוע משוקלל פי 0.5)	Journeys
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש יחושב לפי מספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב	Sections

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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. 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 צריכה 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.