



# דרך ארץ היוויז (1997) בע"מ

## כביש חוצה ישראל - חוב בכיר

מעקב שנתי - נובמבר 2008

1

מחברות:

מיכל גטלר, אנליסטית  
[michalg@midroog.co.il](mailto:michalg@midroog.co.il)

עינת טפר, ראש צוות  
[einatt@midroog.co.il](mailto:einatt@midroog.co.il)

אנשי קשר:

מירב בן כנען הלר - רו"ח, סמנכ"ל, ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## דרך ארץ היוויז (1997) בע"מ

### חוב בכיר

דירוג	סוג ריבית	ריבית	הצמדה	פירעון סופי	יתרת חוב (*)-ל- 30.6.2008 (מיליונים)	הסכום שדורג (מיליונים)	קבוצה	סוג
Aa2	משתנה	5.62%-8.94%	מדד	2027	4,001 ₪	3,803 ₪	קבוצה A	חוב בכיר
Aa2	קבועה	6.5%	מדד	2027	170 ₪	146 ₪	קבוצה C	חוב בכיר
Aa2	קבועה	9.852%	דולר	2027	\$ 322	\$250	Newcourt	חוב בכיר

(\* לרבות ריבית צבורה והצמדה)

### 1. תיאור העסקה

בינואר 1998 נבחרה חברת דרך ארץ היוויז (1997) בע"מ ("דרך ארץ" או "החברה" או "הזכיון") כזוכה במכרז לפרויקט מסוג B.O.T. להקמה ותפעול כביש אגרה, של כביש חוצה ישראל, הידוע ככביש 6, לתקופה של 30 שנה (כולל תקופת ההקמה) ("הכביש"). בפברואר 1998, נחתם הסכם זיכיון בין מדינת ישראל לבין החברה לשם הוצאה לפועל של הפרויקט ("הסכם הזיכיון").

סך עלויות הפרויקט הינן כ-1.22 מיליארד דולר ארה"ב אשר מומנו כדלקמן:

חוב בכיר בסכום מצטבר של כ-1.1 מיליארד דולר ארה"ב, המורכב מכ-850 מיליון דולר ארה"ב שמומנו באמצעות קונסורציום בראשות בנק הפועלים ומכ-250 מיליון דולר ארה"ב, באמצעות הנפקת אג"ח ל-Newcourt (מוסד פיננסי קנדי), שדורגה בדירוג בינלאומי של BBB- (הסכום המצטבר של ההלוואות האמורות ייקרא להלן: "החוב הבכיר").

כ-120 מיליון דולר ארה"ב - באמצעות הלוואות בעלים.



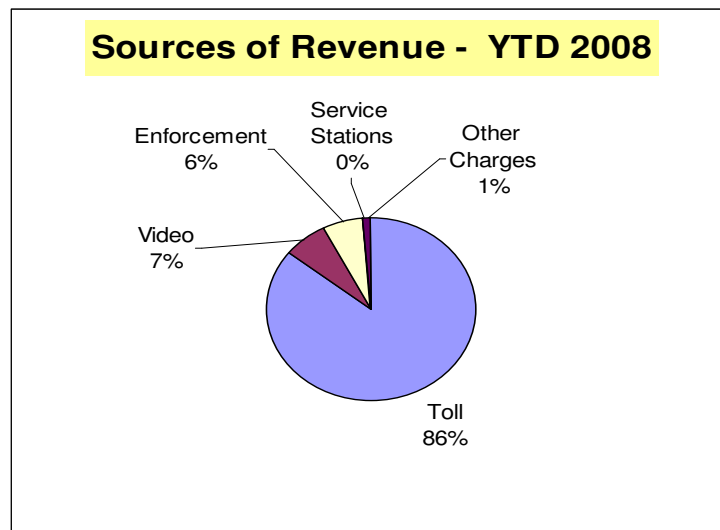
בינואר 2006 נחתמה תוספת שנייה להסכם הזיכיון להקמה ותפעול של קטע דרך נוסף, ככביש אגרה, שיצורף לכביש ("קטע 18"). תוספת זו תוקנה בפברואר 2007 ונכנסה לתוקף עם קיום התנאים המתלים, לרבות הסדרת סוגיית הממצאים הארכיאולוגיים.

הזכיון הינו חברה בבעלות של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (37.5%), שיכון ובינוי אחזקות בע"מ (37.5%) ו- Canadian Highways Investment Corp. (CHIC) (25%). חברת ההפעלה והאחזקה הינה חברה שחלקה בבעלות ישירה או עקיפה של בעלי השליטה בזכיון - CHIM Operator (51%), אפריקה ישראל השקעות (24.5%) ושיכון ובינוי אחזקות (24.5%). הזכיון התקשר עם המפעיל בהסכם הפעלה, לפיו המפעיל התחייב back-to-back להתחייבויות הזכיון, בהתאם להסכם הזיכיון. בהתאם להסכם הזיכיון, לפחות 50% מהתמורה של המפעיל בגין כל התחייבויותיו על פי הסכם התחזוקה וההפעלה תהיה תלויה בהיקף התנועה על כביש האגרה.

הכנסות החברה נובעות מהמקורות הבאים: הכנסות מאגרה, שירותים מיוחדים כגון וידאו וגבייה, הכנסות מן המדינה בגין פער הכנסות, הכנסות מימון על יתרות מזומן, קרנות ומפיקדונות בגין מכשירי פסקל והכנסות מהפעלת תחנות שירות.

הוצאות החברה מורכבות מ-3 סוגי הוצאות עיקריים: תפעול, שיקום עמוק והוצאות עבור הרחבות בכביש.

להלן התפלגות הכנסות הזכיון נכון לרבעון השני 2008:



מקור: דוח תפעולי מאת הזכיון - רבעון שני 2008.

## 2. ניתוח

דוח זה מפרט את ניתוח סיכוני האשראי הנגזרים ממספר פרמטרים:

1. תחזית התנועה
2. יחס שירות החוב השנתי.
3. הרחבות.
4. קרנות.
5. ערבויות.
6. ביטוחים.
7. הזכיון.
8. המפעיל.

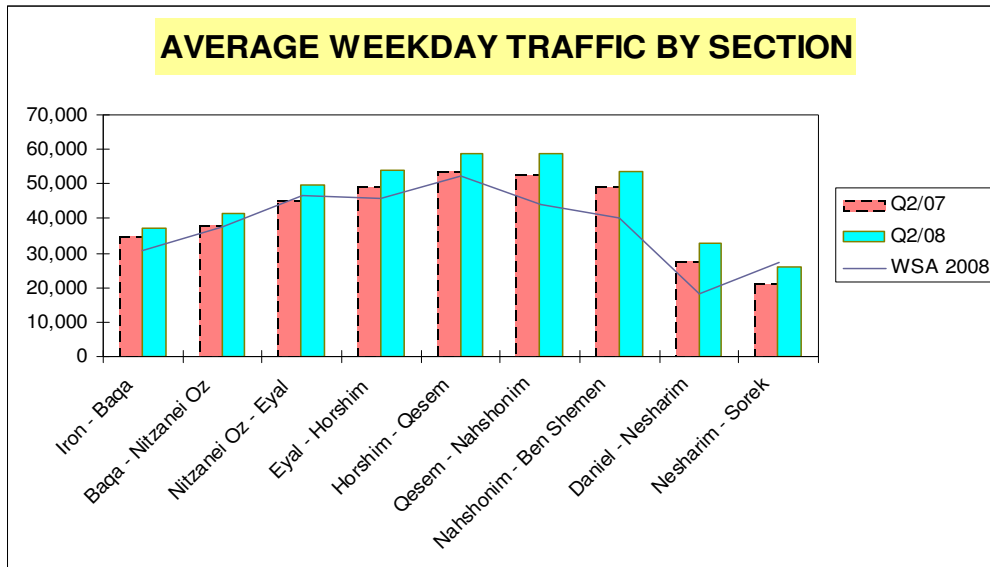
### 2.1 תחזית התנועה

תחזית התנועה אשר שימשה כתרחיש הבסיס לבדיקות הרגישות בדוח הדירוג הינה של חברת Steer Davies Gleave (להלן: "SDG") ועודכנה ביוני 2008. חברת SDG משמשת כיועצת התחבורה של המלווים. תרחיש הבסיס של הזכיון התבסס על תחזית התנועה של חברת Wilbur Smith Associates (להלן: "WSA"), אשר עודכנה לאחרונה בשנת 2005. תחזית SDG מבוססת על תחזית WSA.

מעדכון התחזית של SDG עולה כי חלה עלייה יציבה בהיקף התנועה בקטע המרכזי וכי ההרחבות הדרומיות והצפוניות של כביש 6 יעלו את האטרקטיביות של הנסיעה בכביש.

על פי הדוח התפעולי לרבעון השני של שנת 2008, עולה כי חלה עלייה ניכרת בהיקף התנועה בכביש, בניגוד לתחזית של WSA אשר חזתה ירידה בתנועה עקב עליית תעריף הנסיעה בשנת 2007. כמו כן, היקף התנועה עלה בצורה ניכרת כך שההכנסות עלו בהרבה מעבר לרף התחייבות המדינה.

בגרף הבא ניתן לראות את היקף התנועה לפי מקטעים ברבעון השני של 2008 לעומת התקופה המקבילה ב- 2007 ולעומת תחזית WSA. מהגרף ניתן לראות כי בכל המקטעים חלה עלייה בהיקף התנועה בין רבעון שני 2007 לרבעון השני ב- 2008, וכן כי ברוב המקטעים היקף התנועה ב- 2008 עולה על התחזית של WSA.



מקור: דוח תפעולי מאת הזכ"ן - רבעון שני 2008.

## 2.2 יחס שירות החוב השנתי

על פי דוח הדירוג, בתרחיש הבסיסי יחס שירות החוב השנתי הממוצע עומד על 1.74 לאורך חיי החוב הבכיר ויחס הכיסוי המינימאלי עומד על 1.14 ומופיע בשנת 2007. יחס שירות החוב בפועל היה:

יחס שירות החוב השנתי	שנה
1.13	30.6.2008
1.14	31.12.2007
1.15	30.6.2007
1.15	31.12.2006

על פי התחזית המופיעה בדוח התפעולי למחצית הראשונה של 2008, יחס שירות החוב השנתי צפוי להשתפר באופן משמעותי ולעמוד על 1.30 - 1.40, ולשקף את העלייה בתזרים המזומנים.

### **2.3. הרחבות**

החברה החלה בביצוע הרחבות ושדרוגים בכביש, כשנתיים מוקדם מהצפוי על פי תרחיש הבסיס. עלות ההרחבות, כפי שהוערכה על ידי היועץ הטכני של המלווים, לתקופה 2008-2012, תהיה בסך של כ- 531 מיליוני ₪. כפי שנמסר מהחברה, מימון ההרחבות יעשה ממקורותיה ולצורך כך החברה צוברת את עלות ההרחבות בקרן ההרחבות, כמפורט בסעיף 2.4 להלן. בנוסף, ביצוע הרחבות אלו, במועד מוקדם מהמתוכנן, אינו משפיע על יחסי הכיסוי והשפעתו על המודל משתקפת בירידת יתרות המזומנים של החברה בטווח הקצר בלבד.

### **2.4. קרנות**

להלן פירוט הקרנות והיתרות בהן, נכון ליום 30.6.2008:

1. קרן לשירות החוב - בגובה 6 חודשי שירות חוב. במועד הדירוג, בקרן לשירות החוב היו 143.9 מיליוני ₪. נכון לסוף רבעון שני 2008, הקרן לשירות החוב עומדת על 158.6 מיליוני ₪.
  2. קרן הרחבות - לקרן זו מועבר הסכום הממוצע של ההוצאות בגין ההרחבות הצפויות ב - 8 החציונים הבאים. נכון למועד דוח זה קיימת יתרה בקרן זו בסך של כ- 105 מיליוני ₪. לטענת החברה, סכום זה משקף את מלוא התחייבויותיה ביחס להרחבות.
  3. קרן לשיקום עמוק - בכל תקופה הקרן אמורה לכלול את ממוצע הוצאות השיקום העמוק הצפויות ב-8 החציונים הבאים. הסכום המועבר בכל תקופה מוגבל, כך שהיתרה בקרן לא תהיה גבוהה מפי שניים מהוצאות השיקום העמוק ב-8 החציונים הבאים. נכון למועד המעקב, אין יתרות זכות/חובה בקרן היות ולהערכת החברה<sup>1</sup>, לא צפוי שיקום עמוק בפרויקט ב-4 השנים הקרובות.
  4. קרן הוצאות תפעול - תיצבר החל מהחציון השני בשנת 2009 ותעמוד על כ-57.2 מיליוני ₪, במונחי דצמבר 2006.
  5. קרן המודל - תיצבר החל מהחציון השני בשנת 2009 ותעמוד על כ-23.8 מיליוני ₪, במונחי דצמבר 2006. הקרן תשתחרר בסוף שנת 2014.
- יתרות מזומן שאינן ייעודיות עומדות, נכון ליום 30.6.2008, על סך של כ - 71 מיליון ₪. מסכום זה, 53 מיליון ₪ הועברו לקרן ההרחבות בתחילת חודש יולי 2008.

1 תחזית החברה נבדקות על ידי יועץ טכני חיצוני.

### **2.5. ערבויות**

כל הערבויות הינן בתוקף ועומדות בהתאם לדוח הדירוג.

### **2.6. ביטוחים**

לחברה ביטוחים כנדרש במסמכי הפרויקט.

### **2.7. הזכיון**

בדיקת הדוחות הכספיים של הזכיון לשנה שהסתיימה ב-31/12/2007 ובדיקת הדוחות הכספיים הסקורים (הבלתי מבוקרים) של הזכיון לתקופה של רבעון שהסתיימה במרץ 2008, לא מצביעה על שינוי ביכולת לתת את השירות הנדרש לעסקה, בטווח הקרוב.

### **2.8. המפעיל**

בדיקת הדוחות הכספיים של המפעיל לשנה שהסתיימה ב-31/12/2007 לא מצביעה על שינוי ביכולת לתת את השירות הנדרש לעסקה, בטווח הקרוב.

### **2.9. תשלומים לבעלי אגרות החוב**

החברה מבצעת את התשלומים לבעלי איגרות החוב, קבוצה A, בהתאם ללוח הסילוקין. תחילת הפירעון של אגרות החוב - קבוצה C תהא החל משנת 2011 ואגרות החוב - קבוצת Newcourt תחלנה להיפרע החל מהמחצית השנייה של 2009.

## **3. סיכום**

דירוג הסדרה נותר על כנו.



### סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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.





דו"ח מספר: SF-08-07-05

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

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.

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](http://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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגי 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)