

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ -

חוב בכיר וחוב נחות

דוח מעקב שנתי | אוגוסט 2011

1

מחברים:

רו"ח ניר טורנר, אנליסט
nirt@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

דוח זו מתייחס למבנה העסקה ולמאפייניה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד לתאריך 11/08/2011. אם יחולו שינויים, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. המעקב השנתי מתייחס לחוב הבכיר ולחוב הנחות.

חוב	דרגת תשלום	סכום שגויס (במ' ש' למועד גיוס החוב)	יתרת חוב (במ' ש' נכון לתאריך 30.06.2011 צמוד למדד)	ריבית (נומינלית)	פירעון סופי צפוי	דירוג מקורי	דירוג נוכחי
חוב בכיר - Group A	I (פרי פאסו)	3,451 (גויס באוקטובר 1999)	4,341	5.6%- ¹ 7.9%	2027	Aa2	Aa2
חוב בכיר Newcourt		כ-250 מ' דולר ארה"ב (כ-920 מ' ש', גויסו באוקטובר 1999)	כ-313 מיליוני דולר ארה"ב (כ-1,069 מיליוני ש')	9.9%	2027	Aa2	Aa2
חוב בכיר - Group C		170 (גויס באוקטובר 1999)	215	6.5%	2027	Aa2	Aa2
סה"כ חוב בכיר	-	4,541	5,625	-	-	-	-
חוב נחות ישן (שלא הומר)	II (פרי פאסו)	² 113 (גויס ביוני 2007)	174 (כולל ריבית נדחית)	7.09%	2021	A3	A3* אופק שלילי
חוב נחות חדש		370 (גויס במרץ 2011) ו-420 שהומרו	817	7.15%	2025	A3	A3 אופק שלילי
אופציה עבור החזרי החוב הנחות		כ-269 (במועד גיוס החוב הנחות החדש, מרץ 2011)	278				
סה"כ חוב נחות	-	1,172	1,269	-	-	-	-

מקור: לוח סילוקין לפרויקט ודיווחי החברה.
 *בספטמבר 2009 נקבע אופק שלילי לדירוג החוב הנחות, ביו היתר, בעקבות הקדמת ההרחבות בכביש ואי-מילוי קרנות הביטחון הייעודיות.

דירוג החוב הבכיר נותר על כנו.

דירוג החוב הנחות נותר על כנו, באופק שלילי.

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.

בינואר 1998 נבחרה חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ (להלן: "דרך ארץ" או "החברה" או "הזכיין") 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 הזכיין, 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, ולזכיין מועבר התזרים השיורי בלבד, כפירעון הלוואות הבעלים ומתוקף היותו בעליה של חברת הבת (חלוקת עודפים, אם וככל שהיא מותרת).³

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.

3

להלן לוח זמנים לפרויקט:

פברואר 1998	חתימה על הסכם הזיכיון
אפריל 2004	סיום ההקמה
מאי 2004	פתיחה כוללת של הכביש
ינואר 2021	פירעון סופי צפוי - חוב נחות ישן
ינואר 2025	פירעון סופי צפוי - חוב נחות חדש
יוני 2027	פירעון סופי צפוי - חוב בכיר
יולי 2029	סיום תקופת הזיכיון (Legal Maturity) של החוב הנחות החדש

קבלן התפעול והאחזקה (O&M): לצורך ההפעלה והתחזוקה של הכביש נחתמו הסכמים עם חברת דרך ארץ

הייוויז מנג'מנט קורפוריישן (להלן: "המפעיל"). המפעיל הינו חברה בבעלות CHIC Israel⁴ (51%), אפריקה

³ במקרים מסוימים, בהם חברת הבת לא תוכל לפרוע את החוב הבכיר שלה, הזכיין יהא מחויב לתמוך בחברת הבת ולהעביר לה סכומים לשם פירעון החוב הבכיר, בסכום מצטבר של עד 30 מיליון ₪ (עד 6 העברות שנתיות של עד 5 מיליון ₪ לכל העברה). עד למועד דוח זה, לא נזקק הזכיין להעביר סכומים כאמור.

⁴ Canadian Israel Highways Management Corporation בבעלות Aecon Group Inc. (כ-60%) חברה ציבורית קנדית ואלון דלק ניהול ותפעול רשתות בע"מ (כ-40%).

ישראל (24.5%) ושיכון ובינוי (24.5%). המפעיל אחראי, בין היתר, על גביית האגרה. התמורה המגיעה לו מותאמת להיקף הנסועה בפועל בכביש.

קבלן ההרחבות: קבלן ההרחבות להרחבות שבוצעו עד כה בפרויקט הינו דרך ארץ קונסטרוקשן ג'וינט ונטשר (להלן: "CJV"), אשר שימש כקבלן הקמה בפרויקט. CJV הינו מיזם משותף של 4 חברות: סולל בונה בע"מ, סולל פיתוח (סולל בונה פיתוח וכבישים בע"מ), Aecon ודניה סיבוס בע"מ. נכון למועד כתיבת דוח זה, זהות הקבלן צפויה להשתנות וקיימת טיטת הסכם עם קבלן הרחבות ראשי אחר, אשר הינו גם כן בעל ניסיון רב בתחום.

2. התפתחויות אחרונות בפרויקט

2.1 גיוס חוב נחות נוסף

במרץ השנה השלימה החברה גיוס חוב נחות נוסף (להלן: "חוב נחות חדש") בסכום של 370 מיליוני ₪ והמרה של כ- 70% מהחוב הנחות הקיים (להלן: "חוב נחות ישן"). החוב הנחות החדש הינו במעמד משפטי זהה (פרי-פאסו) לחוב הנחות הישן. מועד פירעונו הסופי של החוב הנחות החדש הינו ינואר 2025, ושל החוב הנחות הישן הינו ינואר 2021.

להלן פירוט השימושים שנעשו בתמורת הגיוס:

- סכום של כ- 182 מיליוני ₪ הופקדו בקרן ההרחבות לצורך פירעון חובות שוטפים שנצברו לקבלנים וכן לצורך ביצוע תשלומים בגין הרחבות מתוכננות.
 - סכום של כ- 64 מיליוני ₪ הופקדו בקרן הוצאות התפעול
 - סכום של כ- 27 מיליוני ₪ הופקדו בקרן המודל הפיננסי
 - סכום של כ- 97 מיליוני ₪ לצורך מילוי חשבון ה- Excess Cash⁵ של הפרויקט
- כחלק מהסכמי החוב הנחות החדש, יהא רשאי הזכין למשוך דיבידנדים ותשלומים בגין הלוואת הבעלים (להלן: "העודפים"), בכפוף לעמידה ביחס כיסוי שנתי לחוב הנחות החדש (ADSCR) של 1.15. במידה ויחס הכיסוי ירד מתחת ל- 1.15, הזכין לא יהיה רשאי למשוך את העודפים עד אשר יחס הכיסוי יהא 1.2 לפחות. הסכומים שייצברו עקב אי משיכת העודפים, ישמשו כקרן לטובת החוב הנחות החדש. כאשר סכום הקרן החדשה יעלה על סכום השווה ל- 120 מיליון ₪, הסכום שייצבר בה יתווסף לחישוב יחס הכיסוי: במידה והיחס המחושב לעיל יעלה על 1.2, יוכל הזכין למשוך את הסכום העודף על ה- 120 מיליון ₪.
- לשם הבטחת אי-משיכת עודפים מיתרות, אשר עשויים להצטבר אצל הזכין, טרם הגעה למועד בו נדרשת כרית ביטחון חוב משמעותיים בגין החוב הנחות, נוספה ההתניה הבאה⁶: עד שנת 2014 תהא למממני

⁵ 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.

⁶ ההתניה לא חלה על כספים שינבעו מהתמורה המיוחסת למחיר המימוש של האופציה (כ- 241 מ' ₪) ומכספים בחשבון ה Excess Cash, שתועמד כנגדם ערבות בעלי מניות.



החוב הנחות אופציה לפירעון מואץ, בגובה הדיבידנד או פירעון הלוואת הבעלים, שאמור להשתלם לבעלי המניות, כדלהלן: 100 מיליון ₪ ראשונים - אופציה לפירעון בגובה 100% הסכום המשולם; (2) בין 300-100 מיליון ₪ - אופציה לפירעון עד 50% הסכום המשולם; ומ- 300 מיליון ₪ ומעלה - אופציה ל- 100% הסכום המשולם.

2.2. שינויים בקשר עם הזכין

ביום 31.12.2010 הושלמה עסקת מכירת מניות וחוב נחות בחברה. במסגרת עסקה זו, מכרו CHIC Israel ואפריקה ישראל את חלקן כך שלאחר העסקה, בעלי המניות בחברה הינם שיכון ובינוי (50%) ות.ש.י. דרכים שותפות מוגבלת (להלן: "ת.ש.י.") (50%).⁷

כחלק מהסגירה הפיננסית, ביום ה- 28/10/1999 נחתם הסכם אשר לפיו, החברה הקצתה למדינה ללא תמורה, 49 כתבי אופציה, המקנות לה זכות השתתפות ב- 49% מן הרווחים הנובעים מתשלומי דיבידנדים ו- 49% מכל שירות של "חוב משני" (כהגדרתו בהסכם). מכאן, כי בנוסף לחוב הנחות החדש, נכללת התחייבות של החברה למדינה, כמחזיקה באופציה, בסך השווה לכ- 278 מ' ₪, נכון ל-30.06.2011.

לאחרונה, ועדת המכרזים של משרד האוצר יצאה במכרז למכירת אופציית המדינה, המתוארת לעיל, ובמהלך יולי 2011 זכתה במכרז קרן נוי.⁸ לדרך ארץ קיימת זכות סירוב, המקנה לה חודש ימים להשוות בהצעה מתחרה להצעה הזוכה. בתאריך 14/08/2011 דווח כי דרך ארץ, במימון של ת.ש.י., תממש את זכות הסירוב בהצעה שווה, בסכום של כ- 1.4 מיליארד ₪. לאחר מימוש המהלך, תחזיק ת.ש.י. ב- 74.5% מהזכויות ההוניות בחברה.

5

2.3. מחלוקת עם המדינה בנושא מנגנון האכיפה

בתאריך 30 במאי 2011 התקבל מכתב מטעם המדינה, באשר לרווחים שהצטברו אצל הזכין מפעולות אכיפה עד לשנת 2009 בסך של כ- 64 מ' ₪, וכוונתה להביא להפחתה משמעותית של שיעורי הפיצוי והחזר ההוצאות (בגין האכיפה). לטענת הזכין (אשר הועלו, בין היתר, במסגרת שימוע שנערך לו ב- 03/07/2011), מנגנוני האקסלרציה בקנסות ובפעולות האכיפה האקטיביות (לרבות החרמת רכבים), דרושים לו על מנת לשמר את אחוז הגבייה הגבוה (כ- 98%), וכי המתאם בין התקבולים מגבייה להוצאות בגין גבייה נשמר. הקנסות עודכנו מספר פעמים מפתחת הפרויקט, כך שהקנס הראשון קטן מ- 40 ₪ במקור ל- 16 ₪ נכון להיום, ולטענת הזכין הפחתה נוספת עלולה לפגוע בהרתעה. לגבי החזר ההוצאות בגין אכיפה, הסכום במחלוקת בגין שנת 2009 הינו כ- 12 מ' ₪. להערכת החברה, יתכן וייעשה שימוש בבורר לצורך סיכום המחלוקות בנושא.

2.4. דו"ח יועץ טכני עדכני

במסגרת דו"ח יועץ טכני מתאריך 24/06/2011, עולה כי התקציבים והמועדים, שנקבעו להרחבות ושיקום עמוק של הקטע המרכזי לשנים 2010-2011, ישימים ועומדים בתחזיות. עם זאת, היועץ קבע כי, להערכתו, יש

⁷ 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% ומנוהלת ע"י ירון קסטנבאום.
⁸ קרן התשתיות של פועלים שוקי הון וכלל ביטוח.

להקצות סכום נוסף של כ- 18.9 מ' ש' בגין השיקום העמוק (לתקופה 2011-2020). מהחברה נמסר כי ההפרשות לקרן התחזוקה הכבדה עודכנו בהתאם, וכי אין בסכומים אלו להשפיע על תזרימי המזומנים ויחסי הכיסוי השוטפים.

3. שיקולים עיקריים לדירוג החוב הבכיר

בקביעת דירוג הפרויקט, מידרוג מסתמכת על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג כבישי אגרה פעילים (Operational Toll Roads) ומתודולוגיית הדירוג הגנרית של Moody's לדירוג מימון פרויקטים (Generic Project Finance). במסגרת המתודולוגיות הנ"ל נבחנים אלמנטים שונים, כגון: חשיבות הפרויקט, סטטוס הפרויקט, חשיפתו לתחרות, רמת הביטחון לגבי תזרים המזומנים הצפוי בפרויקט, בעלי הפרויקט וקבלניו הראשיים והיבטים פיננסיים, כפי שמשתקפים במודל העסקי.

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 כשבע שנות פעילות, ובמגמת שיפור עקבית בתנועה. ניסיון הקבלנים, בעלי הפרויקט ומנהליו מעניקים חיזוק נוסף, בין היתר, לאור התמודדותם במסגרת הדרישה לביצוע הרחבות ומילוי קרנות הביטחון, והצלחתם בביצוע גיוס החוב הנחות הנוסף. עם זאת, הפרויקט חשוף לסיכון תנועה, 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 (ראה גם סעיף 2.4).

6

4. שיקולים עיקריים לדירוג החוב הנחות

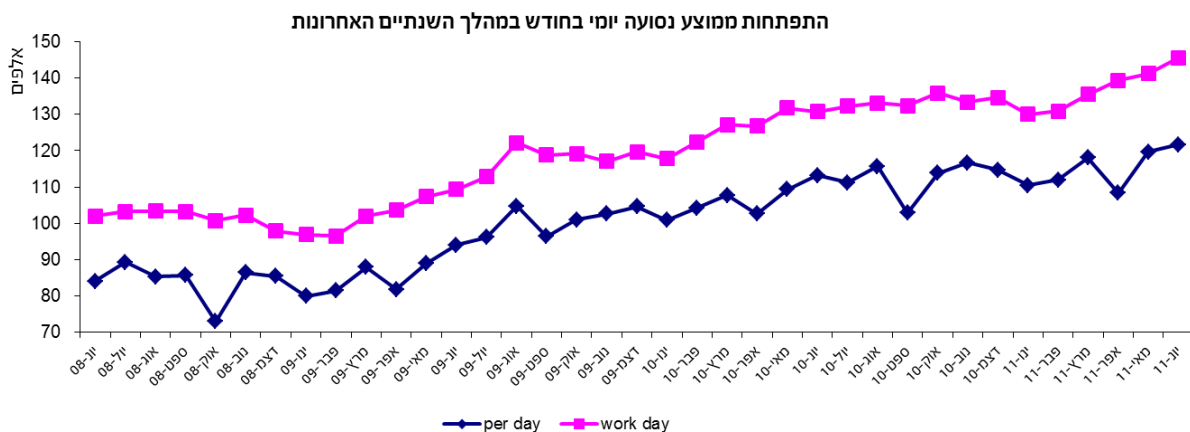
נחיתות החוב הנחות, כנגד החוב הבכיר, מתלה את פירעונו בעודפי מזומנים לחברה, שהינם מעבר לרשת הביטחון; כלומר, אין ברשת הביטחון, לכשעצמה, לתרום לפירעון החוב הנחות, ויתרונה מתמצה בהקניית יציבות לפרויקט בכללותו. פירעון החוב הנחות אף תלוי בעמידה ביחסי כיסוי מינימאליים לחוב הבכיר, המתיר תשלומי חוב נחות, הלוואות בעלים וחלוקת דיבידנדים, על פי מפל המזומנים. מאידך, שירות החוב הנחות מקבל הגנות שונות בדמות: (1) קדימותו לפירעון הלוואת בעלים וחלוקת דיבידנדים, על פי מפל המזומנים, (2) מנגנון Pass-Through, אשר מאפשר מתיחת הפירעון על פני השנים, וכן מנגנון כליאת עודפים (ראה סעיף 2.1).

יצוין כי כרית הביטחון לשירות החוב הנחות טרם מולאה כנדרש (ראה סעיף 5.3).

5.1. היקפי נסועה והכנסות

מנתוני נסועה בפועל במהלך השנתיים האחרונות, ניתן להבחין במגמת עלייה (Ramp Up) יציבה בהיקף התנועה, האופיינית בדרך כלל לכבישים בתחילת הפעלתם. למרות שהקטע המרכזי נפתח בשנת 2004, נראה כי מגמת העלייה בהיקפי הנסועה נמשכת, במקביל לפתיחת ההרחבה הצפונית ("קטע 18") ביולי 2009. כמו כן, במהלך השנתיים האחרונות (נכון ליוני 2011) נצפה גידול בכל חודש ביחס לחודש המקביל בשנה הקודמת.

להלן גרף המתאר את התפתחות ממוצע נסועה (Trips)⁹ יומי בחודש במהלך השנתיים האחרונות:



מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג.

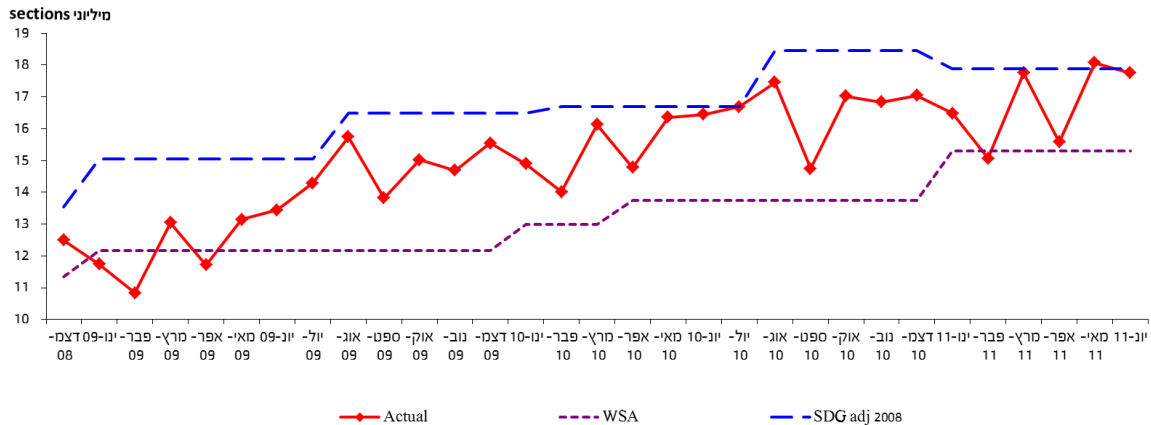
ניתן לראות כי בתקופה, שהחלה ביוני 2008 ונסתיימה ביוני 2011, היקפי הנסועה, בפועל, גבוהים בעקביות מנתוני תחזית WSA¹⁰ (למעט פברואר 2011 וינואר, פברואר ואפריל 2009). החל מיולי 2009 היקפי הנסועה, בפועל, קרובים להיקפי הנסועה בתחזית SDG המעודכנת,¹¹ אך עדיין נמוכים ממנה. בחודשים מאי ויוני 2011 היקפי הנסועה, בפועל, נשקו להיקפי הנסועה בתחזית SDG המעודכנת: כ- 101% וכ- 99%, בהתאמה.

⁹ מספר כלי רכב.

¹⁰ Wilbur Smith Associates – תחזית התנועה של הזכיין.

¹¹ Steer Davies Gleave – תחזית תנועה של המלווים, אשר עודכנה ב- 2008 (בעקבות התפתחויות שונות).

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



מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג.

להלן טבלה המתארת את התפתחות היקפי הנסועה (מקטעים לחיוב) וסה"כ ההכנסות בפועל (באלפי ש"ח):

2007	2008	2009	2010	Q1/2010	Q1/2011	
132,501	145,973	163,017	192,443	45,043	49,300	נסועה
463,634	481,787	608,621	638,426	161,442	160,665	סה"כ הכנסות

8

שיעור הגידול בהיקפי הנסועה בשנת 2010, כ- 18%, הינו מעל לשיעור הגידול בתחזית המדינה (התחזית המשמשת לקביעת מנגנון ייצוב ההכנסות), מעל לשיעור הגידול בתחזית היזמים (WSA), כ- 11%, ומתחת לשיעור הגידול, כ- 22%, בתחזית המממנים המקורית מ- 2006 (SDG).

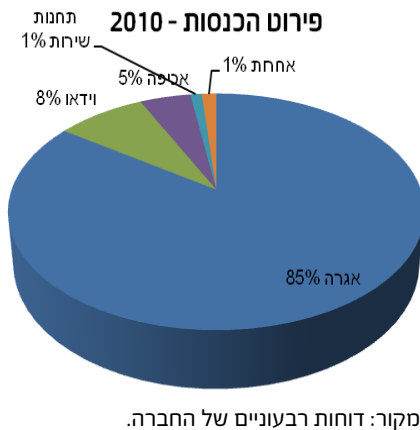
יחד עם זאת, סה"כ היקף הנסועה בכביש עדיין נמוך בכ- 22% מתחזית SDG המעודכנת מ- 2008.

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

2007	2008	2009	2010	Q1/2010	Q1/2011	
376,602	439,377	513,864	594,259	149,942	155,697	אגרה
14,417	(28,762)	(3,044)	(63,720)	(15,470)	(20,433)	מדינה
32,554	39,325	47,291	57,797	13,436	14,771	וידאו
30,131	26,159	36,319	33,062	9,589	7,115	אכיפה
5,802	1,389	5,485	7,519	1,018	-	תחנות שירות
4,130	4,299	8,706	9,509	2,927	3,515	אחרות
463,634	481,787	608,621	638,426	161,442	160,665	סה"כ

מקור: דוחות רבעוניים של החברה.

ההכנסות מאגרה, המהוות את עיקר הכנסות הפרויקט (כ- 85% בשנת 2010), עלו בעקביות בין השנים 2007



ל- 2010, בכ- 16% במוצע שנתי, וזאת, במקביל לעלייה של כ- 21% במוצע שנתי בהכנסות משירותי וידאו. מפילוח המשתמשים בכביש, במחצית הראשונה של השנה, עולה כי כ- 88% הינם כלי רכב פרטיים, כ- 11% משאיות והיתר אופנועים¹². מפילוח סוגי חיובי האגרה, עולה כי כ- 62% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל¹³, כ- 21% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידאו, והיתרה הינם מזדמנים, אשר זוהו באמצעות מערכת הווידאו. שיעור הגבייה ממשתמשי שירות הווידאו¹⁴ הינו כ- 85% (יש לקחת בחשבון כי, הגידול בשימוש בכביש

מטה כלפי מטה את שיעור הגבייה). אמצעי האכיפה מעלים את שיעור הגבייה בחלוף הזמן. שיעור גביית האגרה המשווקלל בכביש ל- 12 החודשים שנסתיימו ביוני 2011 הינו כ- 98%.

5.2. יחסי כיסוי שירות החוב

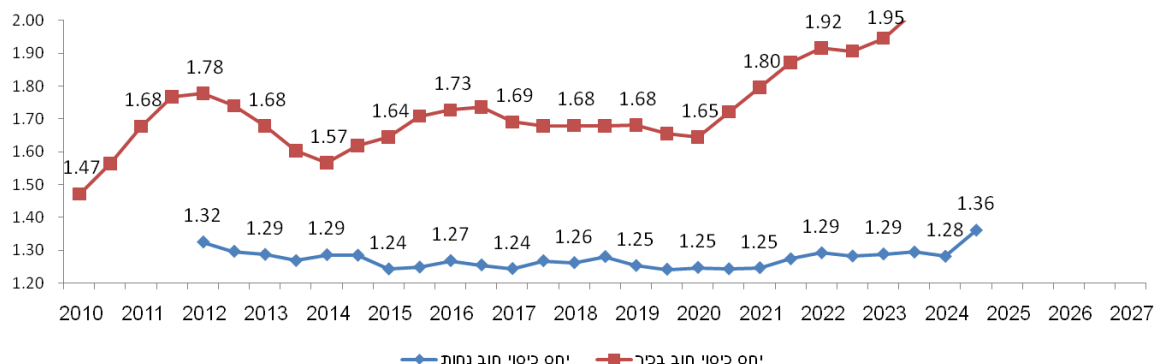
יחסי הכיסוי (ADSCR), בפועל, לשנים 2010 ו- 2009, הינם 1.39 ו- 1.28, בהתאמה. זאת, לעומת יחס כיסוי של 1.47 ו- 1.28 לשנת 2010 ו- 2009, בהתאמה (על פי המודל הפיננסי). להערכת החברה, הודות לגידול בהיקפי הנסועה בכביש והעלייה בהכנסות, יחסי הכיסוי במהלך 2011 צפויים להימצא בטווח שבין 1.35 ו- 1.40, וזאת על אף הגידול הצפוי בתשלומי החוב. נכון למועד כתיבת הדו"ח, תשלומי קרן וריבית בגין החוב הבכיר שולמו כסדרם. תשלום הריבית הראשון בגין החוב הנחות הישן (שלא הומר) יחל בינואר 2012, והחזרי הקרן בגינו יחלו בינואר 2014. שירות החוב בגין החוב הנחות החדש יחל בינואר 2015. נזכיר כי על פי המודל הפיננסי, יחס הכיסוי הממוצע לשירות החוב הנחות הינו 1.27 והמינימאלי הינו 1.24.

¹² אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

¹³ משדר אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.

¹⁴ כ- 2/3 מהכנסות ממשתמשי הווידאו מקורם במזדמנים.

התפתחות יחס הכיסוי לחוב הבכיר ולחוב הנחות



מקור: מודל פיננסי ועיבודי מידרוג

* החל ממחצית שנייה 2023 ועד לפירעון כולל של החוב (שנת 2027), יחס הכיסוי לחוב הבכיר עולה על 2.0.

5.3. קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכיין התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת החוב הבכיר ולטובת החוב הנחות, להלן פירוט הקרנות:

- קרן לשירות החוב הבכיר:** כ- 246 מיליוני ₪ (נכון לתאריך 30.06.2011), בהתאם לנדרש. בגובה 6 חודשי שירות חוב.
- קרן הרחבות:** כ- 111 מיליוני ₪ (נכון לתאריך 30.06.2011), 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.
- קרן לשיקום עמוק:** כ- 11 מיליוני ₪ (נכון לתאריך 30.06.2011), 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 (כ- 21 מיליוני ₪ נכון לתאריך 30.06.2011).
- קרן הוצאות תפעול:** כ- 65 מיליוני ₪ (נכון לתאריך 30.06.2011), בהתאם לנדרש. הקרן נועדה לצורך כיסוי עליה בהוצאות המפעיל, שלא נצפו או אושרו מראש עקב עדכון בהסכם התפעול.
- קרן המודל הפיננסי:** כ- 27 מיליוני ₪ (נכון לתאריך 30.06.2011), בהתאם לנדרש. עפ"י הסכמי המימון הקרן אמורה להשתחרר בשנת 2014, ונועדה לפצות על פערים בין המודל הפיננסי לביצוע בפועל.
- קרן לשירות החוב הנחות (MDSRA):** קרן החוב הנחות תיצבר בגובה החזר החוב (קרן וריבית) לתקופה של שישה חודשים (תשלום עיתי). נכון ל-31.07.11, הקרן הנדרשת הינה בסך כ- 5 מיליוני ₪, כנגד תשלומי



הריבית הצפויים בגין החוב הנחות הישן בינואר 2012 (בהתאם ללוח הסילוקין). נכון למועד כתיבת הדו"ח, קרן זו ריקה; החברה צופה כי עד סוף השנה החוסר בקרן יושלם.

כלל הקרנות, למעט הקרן לשירות החוב הנחות, הינן בהתאם לנדרש בהסכמי המימון.
חשבון ה- Excess Cash: היתרה בחשבון זה הינה כ- 115 מ' ש"ח; בהתאם להסכמי המימון.¹⁵

5.4. ערבויות 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.

6. סיכום

דירוג החוב הבכיר נותר על כנו.
דירוג החוב הנחות נותר על כנו, לרבות הותרת אופק שלילי.

¹⁵ משיכת עודפים, או לחילופין, העברה למילוי קרן החוב הנחות, כפופה ליתרה של לפחות כ- 109 מ' ש"ח בחשבון הנ"ל (צמודים למדד יוני 2011). העודפים בחשבון זה, בסך של כ- 6 מ' ש"ח, נועדו להעברה לקרן לשירות החוב הנחות, אך בשל התחייבויות הזכייין למממני החוב בקטע 18, טרם הועברו למילוי הקרן לשירות החוב הנחות.

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

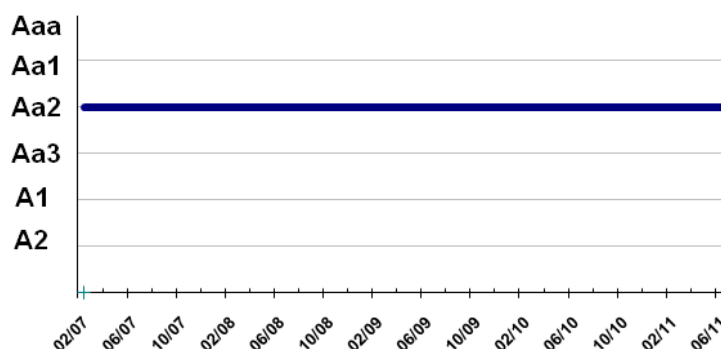
- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי לחובות השונים
- שיפור משמעותי ומתמשך באיתנות הפרויקט

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

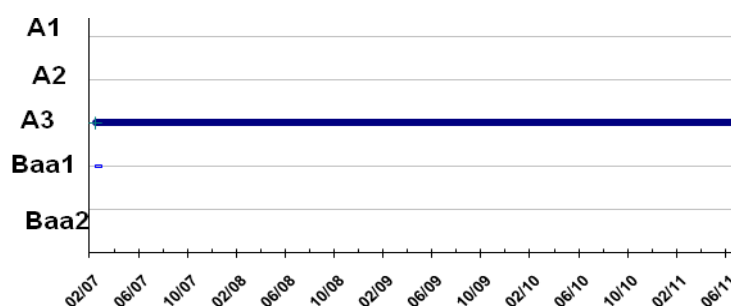
- אי-עמידה משמעותית ומתמשכת בתחזיות התנועה וביחסי הכיסוי, בפועל, לעומת התחזית, בחובות השונים
- שינוי לרעה בנתונים כלכליים או בסביבה רגולטורית הקשורים בפרויקט
- אי-עמידה מתמשכת באחת או יותר מכריות הביטחון בכל אחד מהחובות

8. היסטוריית דירוג

חוב בכיר:



חוב נחות:



12

מידע רלוונטי מקושר: [דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ - מעקב שנתי ופעולת דירוג \(אוגוסט 2010\)](#)

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

סולם דירוג

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") 2010.

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 שירותי 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.