



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

דוח מעקב | נובמבר 2013

1

מחברים:

יובל סקורניק, אנליסט בכיר
yuvals@midroog.co.il

ישי טריגר, אנליסט בכיר
yishait@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

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

חוב	סכום שגויס (מ' ש, למועד גיוס החוב)	יתרת חוב (במ' ש נכון לתאריך 30.06.2013)	ריבית	פירעון סופי	דירוג מועד מעקב קודם	דירוג נוכחי	אופק
חוב בכיר - Group A	3,451	4,316	5.6%- ¹ 7.1%	2027	Aa2	Aa2	יציב
חוב בכיר Newcourt	250 מ' דולר ארה"ב ²	כ- 295 מיליוני דולר ארה"ב ³	9.9%	2027	Aa2	Aa2	יציב
חוב בכיר - Group C	170	205	6.5%	2027	Aa2	Aa2	יציב
סה"כ חוב בכיר (ש)	4,541	5,588	-	-	-	-	-

מקור: לוח סילוקין לפרויקט ודיווחי החברה.

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג החוב הבכיר של הפרויקט על כנו, בדירוג Aa2, וקביעת אופק יציב.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

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 לדירוג פרויקטים ותשתיות, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג הגנרית של Moody's לדירוג מימון פרויקטים (Generic Project Finance).

במסגרת הדירוג, נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: הפרויקט הינו כביש אורך מרכזי הפועל החל משנת 2004, המהווה עורק תחבורתי ראשי, בעל חשיבות לאומית בחיבור חלקי הארץ השונים למרכז. תחרות מצד כבישים 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.

בנוסף, בהתאם למודל הפיננסי העדכני של החברה מחודש דצמבר 2012, יחסי הכיסוי של החוב הבכיר צפויים להשתפר באופן מהותי, החל מחודש דצמבר 2014 ואף לעבור, החל מחודש יוני 2015, את יחסי הכיסוי שחושבו במסגרת המודל הפיננסי המקורי. הגידול ביחסי הכיסוי נובע, בעיקר, מהקיבוע החלקי של ריבית חוב שקלי A, המוביל לגידול בתזרים המזומנים מהפרויקט (לפירוט, ראה תת-פרק 2.2). בנוסף, להערכת החברה, יחסי הכיסוי הצפויים בקשר עם החוב הבכיר עשויים להשתפר מעבר להערכות העדכניות של החברה (מודל פיננסי דצמבר 2012), כתוצאה מקיבוע יתרת הריבית בגין חוב שקלי A (כ- 40% מסך תשלומי הריבית) והרחבות של כבישי רוחב נוספים ושל הכביש עצמו (ניתן לציין, בין היתר, את מקטעים 3 ו-7 של הכביש, כביש מכבית- 471, כביש 531 וכביש 9) אשר יובילו לגידול בנסועה (Ramp-Up); השפעת גורמים אלו על הנסועה בכביש טרם נלקחה בחשבון במלואה במודל הפיננסי. עם זאת, הפרויקט חשוף לסיכון תנועה (הפרויקט מתאפיין בהיקפי נסועה הנמוכים מתחזיות SDG) ושינויים בהיקפי ההשקעה הנדרשים לשם תחזוקתו,

¹ הריבית קובעה באופן חלקי במהלך יולי 2013 (כ-60%) עקב עדכון חד פעמי אשר נעשה. הקיבוע החלקי של הריבית יחול מחודש יולי 2014 ועד לפירעון המלא של החוב. יתרת הריבית (כ- 40%) תקובע ותחול בחודש יולי 2014 (לפירוט ראה תת-פרק 2.2).

² כ- 920 מ' ש.

³ כ- 1,067 מ' ש.

וזאת, במיוחד לאור היקפו ומורכבותו. סיכון זה ממותן ע"י ניסיון קבלני הביצוע, בעלי הפרויקט ומנהליו, ולאור היקפי הנסועה המבוססים בכביש, על פני כ-9 שנות פעילות, תוך מגמת שיפור עקבית בהיקפי התנועה ובהכנסות. בנוסף, בהתאם להסכם מול המדינה, קיימת רשת ביטחון חלקית מטעם המדינה (אין ברשת הביטחון להבטיח כיסוי מלא של החוב הבכיר).

יש לציין כי, במהלך שנת 2013 מכרה חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי") את כלל אחזקותיה בפרויקט לקרן ת.ש.י דרכים ש.מ. (להלן: "תש.י"). עם זאת, להערכת מידרוג, הפרויקט הגיע לבשלות (חרף מגמת הגידול העקבי בנסועה) ולהיקפי הכנסות, הממתנים את החשיפה הכרוכה בשינוי מבנה הבעלות (לפירוט, ראה תת-פרק 2.1).

2. התפתחויות אחרונות בפרויקט

2.1. השלמת עסקת מכירת אחזקות שיכון ובינוי לקרן ת.ש.י דרכים

ביום 13/09/2011 התקשרה שיכון ובינוי בהסכם למכירת כלל אחזקותיה בחברה לתש.י⁴, תמורת סך של כ-652 מ' ש, בכפוף להתקיימות מספר תנאים מתלים⁵. ביום 23/12/2012 נחתמה תוספת להסכם המכירה בין שיכון ובינוי ותש.י במסגרתה נקבע, בין היתר, כי תמורת המכירה תועמד על סך של כ-680 מ' ש (המגלם שווי לפרויקט של כ-2.7 מיליארד ש). ביום 04/07/2013, לאחר התקיימות כלל התנאים המתלים, הושלמה עסקת מכירת אחזקות שיכון ובינוי בחברה לתש.י. בנוסף, בד בבד עם מכירת האחזקות של שיכון ובינוי בחברה, נחתם הסכם לביצוע הרחבות ושיקום עמוק בקטע המרכזי, בהיקף כולל של כ-470 מ' ש.

כחלק מהסגירה הפיננסית של הפרויקט, ביום 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' ש⁷. בנוסף, נוי חוצה ישראל המירה חלק מזכויותיה הכלכליות בפרויקט (בהיקף 49%) למניות שליטה (בהיקף 25%). בהיתן כלל העסקאות המתוארות לעיל, להלן מבנה החזקות החברה העדכני⁸:

מספר דירקטורים	זכויות הצבעה ושליטה	זכויות כלכליות	ת.ש.י דרכים
4	75%	51%	ת.ש.י דרכים
2	25%	49%	נוי חוצה ישראל

⁴ שותפות מוגבלת בה שותפים: קרן תשתיות ישראל, הראל, עמיתים, לאומי פרטנרס וקרנות המורים. השותף הכללי בת.ש.י הינו חברת הניהול של הקרן, בה מחזיקה הראל כ-40%, המנוהלת ע"י ירון קסטנבאום.

⁵ טרם ביצוע המכירה, בעלי השליטה בחברה היו שיכון ובינוי, בשיעור 37.5%, ת.ש.י בשיעור 37.5% ונוי חוצה ישראל בשיעור 25%. התנאים המתלים כללו, בין היתר, קבלת אישורי המדינה, הגורמים המממנים ורגולטורים נוספים.

⁶ נוי חוצה ישראל הינה שותפות מוגבלת, בה שותפים קרן נוי וגופים מוסדיים שונים. השותף הכללי הינו חברת 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 המחיר שנקבע הינו לכל הכביש, לרבות הקטע המרכזי.

⁸ להלן קישור [לפעולת דירוג דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ-דצמבר 2011](#) הכוללת פירוט בנוגע לשינוי מבנה ההחזקות והשפעותיו.

2.2 קיבוע חלקי של שיעור הריבית ביחס לחוב שקלי A

ביום 29/07/2013 נחתם תיקון מס' 4 למסגרת המימון של החוב השקלי A בגין קיבוע חלקי של ריבית הבסיס (Reset). במסגרת התיקון, ריבית הבסיס של חוב שקלי A קובעה עבור כ- 60% ממחזיקי החוב על שיעור של 1.5% בתוספת מרווח⁹, החל מחודש יולי 2014 ועד למועד הפירעון הסופי של החוב (שנת 2027). קיבוע הריבית של חוב שקלי A בגין יתרת המחזיקים של החוב (כ- 40%) יבוצע במהלך חודש יוני 2014. לדברי החברה, הקיבוע החלקי של הריבית בגין חוב שקלי A מוביל לגידול בתזרים המזומנים בכ- 720 מ' ש"ח על פני כלל שנות הזיכיון שנותרו לפרויקט¹⁰ לעומת המודל הפיננסי המקורי.

2.3 מחלוקת עם המדינה בנושא מנגנון האכיפה ושינוי מדרג הקנסות

ביום 30/05/2011 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). בתאריך 08/08/2012 המליץ מנכ"ל משרד התחבורה על הפחתת הקנסות, כך ששיעור ההפחתה ינוע בטווח של 10%-50% בגין הקנסות השונים; המלצת מנכ"ל משרד התחבורה לא יושמה בפועל. ביום 23/01/2013 התבקשה הרשות הממונה לערוך בדיקה מעודכנת של כלל הנתונים הנוגעים לפעילות האכיפה בשנים 2010-2011. לצורך בדיקה זו מינתה הרשות הממונה את חברת עדליא יעוץ כלכלי בע"מ כיועץ מטעמה (להלן: "היועץ המקצועי"). לאחר בחינת כלל הנתונים, היועץ המקצועי סיכם את הממצאים המצביעים כי לזכין נצברו עודפים, לכאורה, של הכנסות מפעולות אכיפה עד תום שנת 2011, בהיקף של כ- 111.7 מ' ש"ח. בהתאם לבדיקתו של היועץ המקצועי, ובכפוף לעיקרון המתווה בתקנות, לפיו סך סכומי הפיצוי והחזרי ההוצאות יהיו תואמים את סכומן הכולל של ההוצאות בפועל, הכרוכות באכיפת הגביה בכביש האגרה¹¹, גיבשה הרשות הממונה את המלצותיה לקביעת סכומי הפיצוי והחזר הוצאות. להלן טבלה המסכמת את המלצותיהם של הרשות הממונה ומנכ"ל משרד התחבורה ביחס לסכום המקורי:

אי-פירעון חשבון במועד*:	הסכום המקורי (ש"ח)	הסכום המתוקן בהתאם להמלצת מנכ"ל משרד התחבורה (ש"ח)	שיעור השינוי ביחס לסכום המקורי	הסכום המתוקן בהתאם להמלצת מנכ"ל משרד התחבורה (ש"ח)	שיעור השינוי ביחס לסכום המקורי
חשבון ראשוני	16	14.4	-10%	4.6	-71%
חשבון נוסף ראשוני	33	26.4	-20%	9.4	-71%
חשבון נוסף שני	67	33	-50%	19.1	-71%
חשבון נוסף שלישי	67	33	-50%	19.1	-71%

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

נכון למועד הדוח, טרם יושמה, לטענת המדינה, החלטה לגבי העודפים מפעולות אכיפה, כפי שתוארה לעיל. לדברי החברה, נקבע שימוע בנושא בראשות מנכ"ל משרד התחבורה שיתקיים במהלך החודשים הבאים. יש לציין כי, במסגרת

⁹ המרווח ייקבע סופית בתאריך 30/06/2014.

¹⁰ גידול זה נלקח בחשבון במודל הפיננסי המעודכן לחודש דצמבר 2012.

¹¹ אך לא ייצרו לזכין מקור הכנסה.

המודל הפיננסי המעודכן של החברה לחודש דצמבר 2012, נלקחה בחשבון הפחתה בשיעור של 30% בהכנסות מאכיפה, אשר מייצגת קיטון של כ- 11 מ' ש בשנת 2015¹².

2.4. דוח יועץ טכני עדכני

מדוח היועץ הטכני מיום 24/06/2013, הבוחן את יישום תכנית החומש להרחבות ותכנית לשיקום עמוק של הפרויקט, עולה כי תקציב החומש לביצוע הרחבות ושיפורים לשנים 2013-2017, וכן תקציב לשיקום העמוק לשנים 2013-2017 הכולל הוספת תקורות זכיון בשיעור של 2%, מסתכמים בכ- 395.2 מ' ש ו- 217 מ' ש (בסיס 4/2012), בהתאמה. יש לציין כי, תקורת הזכיון שפורטה לעיל (2%), לא נכללה עד כה בתקציב החומש. לכשבוחרים את פרויקטי ההרחבה המרכזיים, ניתן לראות שביצוע הרחבות בקטע בן שמן - נחשונים הסתיים ונפתח לתנועה לכל אורך הקטע, בשני הכיוונים. כמו כן, סוגיית מימון הטיפול בממצאים ארכאולוגיים, הוצאה חוץ-תקציבית בה נשא הזכיון, טרם סוכמה. הנ"ל נמצא בהליך בוררות אל מול הרשות הממונה. בנוסף, בהרחבה בקטע ניצני עוז - באקה עודכן תקציב הפרויקט ופריסתו, בהתאם להסכם המסגרת בין הזכיון ל"שיכון ובינוי-סולל בונה". שיעור הגידול בתקציב הפרויקט נאמד בכ- 12% מהתקציב הקודם, סך של כ- 12 מ' ש (במונחי 4/2013). ההרחבה צפויה להסתיים עד המחצית הראשונה של 2014. עוד ניתן לראות כי, בהרחבות בקטע באקה - עירון חל שינוי לא משמעותי בכל הקשור לפריסת התקציב הפנימית בשנים 2013-2015, אולם בסך תקציב הביצוע לא חל שינוי. העבודות צפויות להסתיים בשנת 2015. להערכת היועץ הטכני, הן תקציב החומש להרחבות המעודכן- 395 מ' ש (בסיס 4/2012), והן תקציב החומש לשיקום עמוק- 217 מ' ש (בסיס 4/2012) הינם נאותים ומשקפים את תחזיות הביצוע העתידיות, הן מבחינת אומדני עלויות והן מבחינת לוחות זמנים והסדרי ביצוע.

5

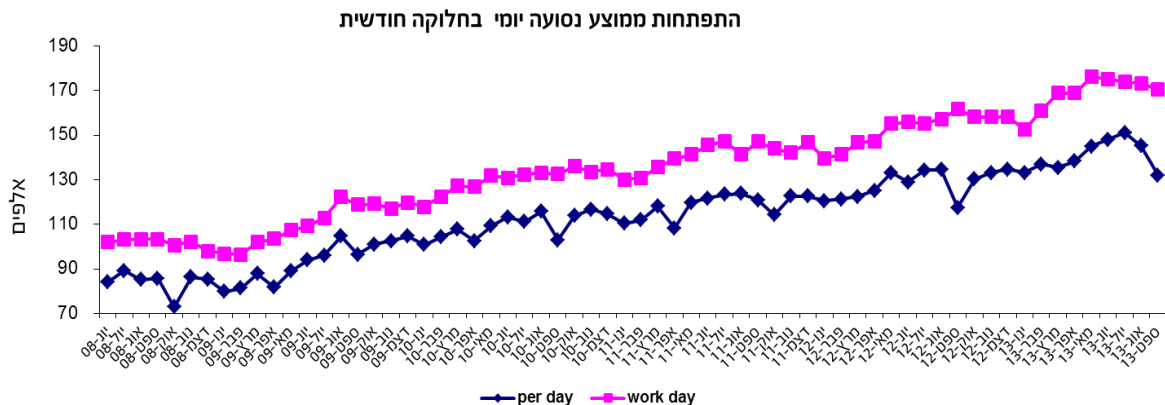
3. ניתוח פעילות הפרויקט

3.1. 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. יש לציין כי להערכת החברה, מגמת העלייה בנסועה (Ramp Up) צפויה להימשך כ- 5 שנים נוספות, לאור המשך פיתוח מאסיבי של כבישי רוחב והרחבות העתידיות בפרויקט. 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.

¹² החל משנת 2016 קיים גידול שנתי בהכנסות מאכיפה כתוצאה מהצמדות למדד המחירים לצרכן וגידול בנסועה.

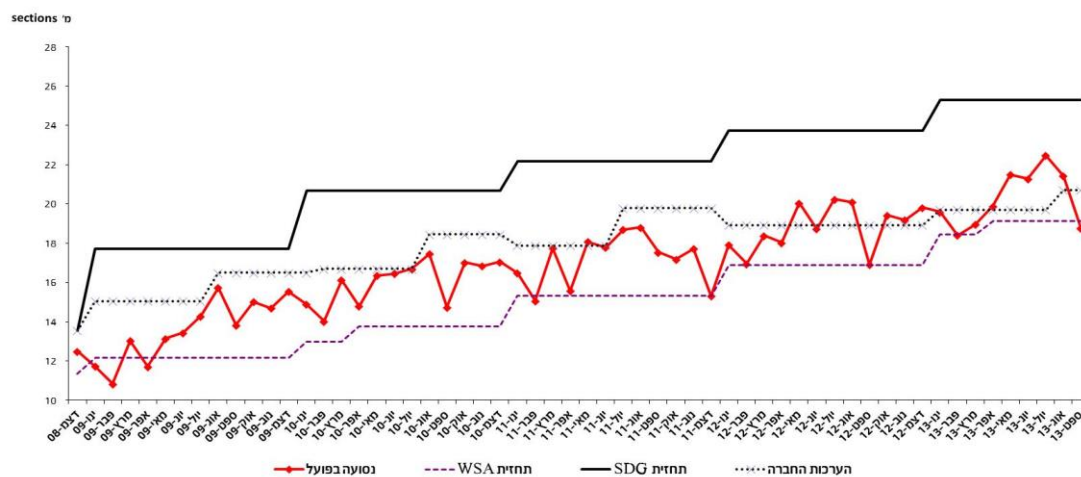
להלן גרף המתאר את התפתחות ממוצע הנסועה היומי בחלוקה חודשית (Trips)¹³, החל מיוני 2008:



מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג.

ניתן לראות כי בתקופה, שהחלה בדצמבר 2008 ונסיימה בספטמבר 2013, היקפי הנסועה, בפועל, גבוהים בעקביות מנתוני WSA¹⁴ (למעט פברואר וספטמבר 2012, פברואר ודצמבר 2011 וינואר, פברואר ואפריל 2009); עם זאת, באותה תקופה היקפי הנסועה נמוכים, בשיעור ממוצע של כ- 22%, ביחס לתחזית SDG¹⁵. החל מיולי 2009 היקפי הנסועה בפועל, קרובים, באופן יחסי, להיקפי הנסועה בהתאם להערכות החברה¹⁶ (למעט מספר חודשים בהם נמצא פער גדול בין הנתונים בפועל לבין תחזיות החברה), ולראשונה גדולים ממנה בחודשים מאי ויולי - אוגוסט 2012.

להלן גרף המתאר את היקפי הנסועה במקטעים לחיוב (Sections) בפועל, לעומת התחזיות¹⁷:



מקור: דוחות תפעוליים חודשיים של החברה ועיבודי מידרוג

¹³ מספר כלי רכב.

¹⁴ Wilbur Smith Associates – תחזית התנועה של הזכיון.

¹⁵ תחזית נסועה של המלווים, אשר עודכנה לאחרונה בשנת 2008 (בעקבות התפתחויות שונות).

¹⁶ החברה מעדכנת את תחזיותיה בכל מועד עדכון של המודל הפיננסי, בהתבסס, בין היתר, על התפתחות שיעור הנסועה, בפועל, ותחזית SDG.

¹⁷ יש לציין כי, התחזיות בקשר עם הנסועה הינן שנתיות.

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

2010	2011	2012	1H2011	1H2012	1H2013	
192,443	208,971	225,771	100,711	110,085	120,626	נסועה (מקטעים לחיוב)
18.1%	8.6%	8.0%	8.7%	9.3%	9.6%	שינוי ב- %
594,246	661,945	745,251	316,318	361,491	377,743	אגרה
¹⁸ (63,720)	(25,549)	(32,601)	(20,433)	(27,104)	(18,104)	מדינה
57,795	63,367	65,592	30,062	31,376	34,669	יודאו
33,059	30,777	31,386	14,679	15,350	17,111	אכיפה
7,519	11,366	8,572	7,842	4,548	3,792	תחנות שירות
9,509	6,252	6,680	3,001	3,495	2,651	אחרות
638,408	748,158	824,879	351,469	389,156	417,838	סה"כ

מקור: דוחות רבעוניים של החברה.

ההכנסות מאגרה, המהוות את עיקר הכנסות הפרויקט (כ- 90% בשנת 2012), עלו בכ- 12.6%, בין השנים 2011-2012 (ביולי 2009 נפתח קטע 18); בכ- 11.4%, בין השנים 2010-2011 ובכ- 4.5%, בין המחצית הראשונה של שנת 2012 למחצית הראשונה של שנת 2013. ההכנסות משירות וידיאו, המהוות כ- 8.0% מסה"כ הכנסות הפרויקט בשנת 2012, עלו בכ- 3.5%, בין השנים 2011-2012; בכ- 9.6%, בין השנים 2010-2011, ובכ- 10.5%, בין המחצית הראשונה של שנת 2012 למחצית הראשונה של שנת 2013. מפילוח המשתמשים בכביש בחודש ספטמבר 2013, עולה כי כ- 89.5% מהמשתמשים בכביש הינם כלי רכב פרטיים, כ- 10.1% הינם משאיות וכ- 0.4% אופנועים¹⁹. מפילוח המשתמשים לפי אופן התשלום, בחודש ספטמבר 2012, עולה כי כ- 61.4% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל²⁰, כ- 26.7% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידיאו, ואילו היתרה, בשיעור כ- 12.0%, הינם מזדמנים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידיאו. שיעור הגבייה ממשתמשי שירות הווידיאו הינו כ- 89%. אמצעי האכיפה מעלים את שיעור הגבייה בחלוף הזמן. שיעור הגבייה המשוקלל בכביש, עבור 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2013, הינו כ- 99%.

7

3.2. יחסי כיסוי שירות החוב

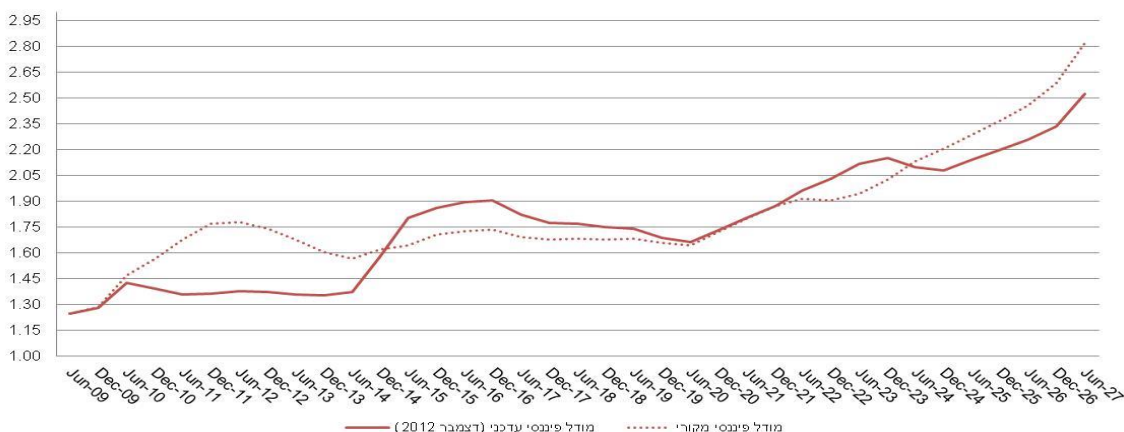
יחס הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר, בפועל, לשנת 2012 עמד על 1.37, בעוד יחס הכיסוי (ADSCR) בהתאם לתחזית המודל הפיננסי המקורי (תחזיות SDG) עמד על 1.74. יחס הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר, בפועל, לתקופה של 12 החודשים אשר הסתיימו ביוני 2013, הינו 1.37, בעוד יחס הכיסוי (ADSCR) בהתאם לתחזית המודל הפיננסי המקורי (תחזיות SDG) עמד על 1.68. מנתונים אלו עולה כי, יחסי הכיסוי בפועל נמוכים מתחזיות SDG, בין היתר, לאור נתוני הנסועה הנמוכים מתחזית SDG (לפירוט ראה תת-פרק 3.1). עם זאת, יחסי הכיסוי של החוב הבכיר צפויים להשתפר באופן מהותי, החל מחודש דצמבר 2014 ואף לעבור את יחסי הכיסוי שחושבו במסגרת המודל הפיננסי המקורי, החל מהמחצית הראשונה של שנת 2015. הגידול ביחסי הכיסוי נובע, בעיקר, מהקיבוע החלקי של ריבית חוב שקלי A (לפירוט, ראה תת-פרק 2.2). יש לציין כי להערכת החברה, יחסי הכיסוי הצפויים בקשר עם החוב הבכיר עשויים להשתפר, מעבר

¹⁸ הסכום הגבוה למדינה בשנה זו נובע מפערי עיתוי, בין היתר, לאור הסכמת המדינה לדחיית תשלומים משנת 2009 לשנת 2010.

¹⁹ אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

²⁰ משדר אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.

להערכות העדכניות של החברה (מודל פיננסי דצמבר 2012), כתוצאה מקיבוע יתרת הריבית בגין חוב שקלי A (כ- 40% מסך תשלומי הריבית) והרחבות של כבישי רוחב נוספים ושל הכביש עצמו (ניתן לציין, בין היתר, את מקטעים 3 ו-7 של הכביש, כביש מכבית- 471, כביש 531 וכביש 9) אשר יובילו לגידול בנסועה (Ramp-Up); השפעת גורמים אלו על הנסועה בכביש טרם נלקחה בחשבון במלואה במודל הפיננסי. להלן גרף השוואה המציג את התפתחות יחסי הכיסוי של החוב הבכיר, בהתאם למודל הפיננסי המקורי, לעומת יחסי הכיסוי, בהתאם להערכות החברה העדכניות (מודל פיננסי דצמבר 2012):



* מקור: מודל פיננסי ועיבודי מידרוג

3.3 קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכייין התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת החוב הבכיר, להלן פירוט הקרנות נכון לתאריך 30/06/2013:

- 1. קרן לשירות החוב הבכיר:** כ- 283.9 מיליוני ש"ח, בהתאם לנדרש. בגובה 6 חודשי שירות חוב.
- 2. קרן הרחבות:** כ- 57.6 מיליוני ש"ח, בהתאם לנדרש. לקרן זו מועבר סכום ההוצאה הממוצעת בגין ההרחבות, הצפוי ב-8 החציונים הבאים, עד למקסימום שנקבע 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- 46.3 מיליוני ש"ח, 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- 67.3 מיליוני ש"ח, בהתאם לנדרש. הקרן נועדה לצורך כיסוי עליה בהוצאות המפעיל, שלא נצפו או אושרו מראש עקב עדכון בהסכם התפעול.
- 5. קרן המודל הפיננסי:** כ- 28 מיליוני ש"ח, בהתאם לנדרש. עפ"י הסכמי המימון הקרן אמורה להשתחרר בשנת 2014, ונועדה לפצות על פערים בין המודל הפיננסי לביצוע בפועל.
- 6. חשבון ה- Excess Cash:** היתרה בחשבון זה הינה כ- 121.6 מ' ש"ח; בהתאם להסכמי המימון²².

²¹ 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.

²² בהתאם למסמכי מימון החוב הבכיר, 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).

3.4. 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.

4. פרופיל הפרויקט

בינואר 1998 נבחרה חברת דרך ארץ הייוויז (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 הלוואת בעלים נחותה. ההכנסות מקטע 18 מתקבלות בחברת הבת, ולזכין מועבר התזרים השוטף בלבד, כפירעון הלוואת הבעלים ומתוקף היותו בעליה של חברת הבת (חלוקת עודפים, אם וככל שהיא מותרת).²³

בסוף 2007 נפתח לתנועה קטע חדש בדרומו 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

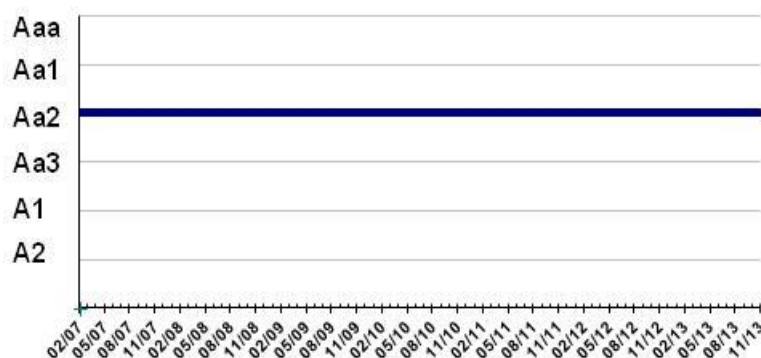
5. אופק הדירוג

5.1. גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

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

²³ 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.

חוב בכיר:



מועד דירוג אחרון: נובמבר 2012

[דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ - מעקב שנתי \(נובמבר 2012\)](#)

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

10

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, מהאיכות 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") 2013.

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.