Maalot
S&P Global Ratings

נתיבי היובל בע"מ

27 בפברואר 2023

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA' לאחר עדכון המתודולוגיה לדירוג פרויקטים, התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

אוהד מובשוביץ, רמת גן, ohad.movshovitz@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

ולריה קוזנצובה, לונדון, valeriia.kuznetsova@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג 3
תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים 3
חוזקות 4
סיכונים 4
שיקולים עיקריים לדירוג 4
תחזית הדירוג 5
התרחיש החיובי 5
התרחיש השלילי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
התרחיש השלילי 6
הנחות עיקריות 6
יחסים עיקריים 6
פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר) 6
קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר) 7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....7
רשימת דירוגים 7

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA' לאחר עדכון המתודולוגיה לדירוג פרויקטים, התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- ב-14 בדצמבר 2022 פרסמה S&P Global Ratings מתודולוגיה מעודכנת לדירוג עסקאות מימון פרויקטים (ראו "מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים" ו"גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים").
- השלמנו את בחינת דירוג החוב של נתיבי היובל בע"מ ("נתיבי היובל" או "החברה") לפי המתודולוגיה המעודכנת.
- למתודולוגיה המעודכנת אין השפעה רלוונטית על הערכת הפרופיל העסקי או הפיננסי של הפרויקט.
- לפיכך, ב-27 בפברואר 2023 אשררנו את הדירוג 'ilAA' לחוב הבכיר המובטח שהנפיקה נתיבי היובל בע"מ.
- התחזית היציבה משקפת את ציפיותינו לביצועים תפעוליים איתנים וליחס ADSCR מינימלי של כ-1.14x.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

נתיבי היובל היא חברה למטרה ייעודית (SPC) בבעלות ת.ש.י. דרך 431 שותפות מוגבלת (75%) ודניה סיבוס בע"מ (25%), המחזיקה בזיכיון של מדינת ישראל להפעלתו של כביש 431 ("הפרויקט") במתכונת של זכיינות PFI (Public Finance Initiative). החברה מחויבת להחזיר את הכביש למדינה עם תום הזיכיון, ביולי 2031, ללא תמורה.

כביש 431 הוא דרך בינעירונית באורך 22 ק"מ בין כביש 20 (איילון דרום) במערב לבין כביש 1 (תל-אביב - ירושלים) במזרח. הכביש הוא הקטע הדרומי של טבעת הדרכים המהירות המקיפות את גוש דן והוא כביש אגרת צל מבוסס זמינות.

באפריל 2009 הנפיקה החברה חוב בנקאי בכיר ארוך טווח, צמוד-מדד, ומגובה בביטחונות בסכום של כ-1.4 מיליארד ₪. החוב נושא ריבית קבועה של 4.27% לשנה, ומועד פירעונו הסופי הוא 6 באפריל 2030.

הכנסות הפרויקט מתבססות בעיקר (כ-90%) על התחייבות מדינת ישראל לתשלום שנתי קבוע, שאינו מושפע מהיקפי הנסועה בכביש. התשלום השנתי הקבוע צמוד ברובו למדד המחירים לצרכן ומכסה את ההוצאות הקבועות של הפרויקט במלואן, כולל תשלומי החוב הבכיר.

רכיב אגרת צל: מרכיב התשלום המשתנה, המהווה כ-10% מהכנסות הפרויקט, נתמך במגמה כללית של גידול בנסועה מאז השלב המוקדם של ההפעלה המסחרית. ככלל, נפחי התנועה עלו על התחזיות המקוריות שבהצעת המכרז של הפרויקט. מאחר שלפי הסכם ההפעלה והתחזוקה, עודפי הכנסות המשתנות כפופים

למנגנון התחשבנות בין החברה למפעיל, ירידה בהיקפי הנסועה השוטפים אינה צפויה להשפיע מהותית על הפרופיל הפיננסי של הפרויקט. בנוסף, ההכנסות המשתנות קבועות ומגודרות על ידי מנגנון המגן עד סיום עבודות ההקמה של רכבת ישראל (לפחות עד מרץ 2025).

חוזקות

- היסטוריית ביצועים תפעוליים ופיננסיים יציבים וחזקים לאורך יותר מ-10 שנים.
- מורכבות נמוכה יחסית, לדעתנו, של דרישות תפעול במסגרת הסכם הזיכיון.
- זרם הכנסות מבוסס זמינות התומך ב-90% מההכנסות, וה-10% הנותרים מבוססים על מנגנון אגרת צל הקשור לנפחי הנסועה.
- החברה העבירה את התחייבויותיה השוטפות לתפעול ותחזוקה למפעילה מנוסה, דניה סיבוס, שביצועיה ממשיכים לעמוד בדרישות שנקבעו בזיכיון.

סיכונים

- החברה חשופה לצורך אפשרי בהוצאות תחזוקה מהותיות שיחרגו מהסכומים המתוקצבים, מה שיוביל לתזרים מזומנים נמוך מהצפוי הזמין לשירות החוב הבכיר.

שיקולים עיקריים לדירוג

המתודולוגיה המעודכנת שלנו למימון פרויקטים אינה משפיעה על הערכתנו לאיכות האשראי של נתיבי היובל. ב-14 בדצמבר 2022 פרסמה S&P Global Ratings מתודולוגיה מעודכנת לדירוג עסקאות מימון פרויקטים (ראו "מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים" ו"גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים"). למתודולוגיה המעודכנת אין השפעה רלוונטית על הערכת הפרופיל העסקי או הפיננסי של הפרויקט.

ביצועים תפעוליים יציבים בהתאם לציפיות. הפרויקט שומר על ביצועים תפעוליים יציבים וממשיך לעמוד בדרישות המוגדרות בהסכם הזיכיון. בדומה לשנים קודמות, לא הוטלו על הזכיין קנסות מהותיים בגין אי זמינות ב-2022. בנוסף, נפח התנועה ב-2022 היה גבוה ב-1% בהשוואה ל-2019 (שנת 2019 משמשת כבסיס להשוואה משום שקדמה להתפרצות מגפת הקורונה ולתחילת פרויקט הרכבת). החברה צופה כעת גידול שנתי של 2%-3% בתנועה.

'מנגנון רשת הביטחון' מגן על הפרויקט מפני השפעות הקשורות לפרויקט הרכבת. רכבת ישראל בע"מ (ilAA+/Stable) ממשיכה לבצע עבודות הנחת מסילות בתוואי כביש 431 לפי תיקון להסכם הזיכיון. התיקון כולל 'מנגנון רשת ביטחון' המגן על ההכנסות המשתנות של הפרויקט החל ממרץ 2020 ועד מרץ 2025 או השלמת עבודות פרויקט הרכבת בחלקות הקרקע של כביש 431, המאוחר מבין השניים. כל עוד מנגנון זה נמצא בתוקף, נפח הנסועה - שמשפיע על 10% מהכנסות הפרויקט באמצעות מנגנון אגרת הצל - קבוע ומבוסס על רמה מוסכמת. הרמה המוסכמת מבוססת על נפח הנסועה בפועל בששת החודשים שקדמו לתחילת עבודות

הרכבת ולהתפרצות מגפת הקורונה (ספטמבר 2019 - פברואר 2020). הרמה המוסכמת גדלה ב-5% על בסיס שנתי במשך 18 החודשים הראשונים (החל ממרץ 2020) ולאחר מכן ב-2% לשנה למשך יתרת העבודות של פרויקט הרכבת (לפחות עד מרץ 2025). בשל מספר עיכובים בפרויקט הרכבת, כעת הוא צפוי להסתיים עד סוף 2026 - תחילת 2027. עיכובים אלו אינם משפיעים על פרויקט היובל, שכן מנגנון רשת הביטחון יוארך בהתאם.

שינויים אפשריים בעיתוי ובתקציב של פרופיל השיקום העמוק. נכון לעכשיו, עבודות השיקום העמוק מבוצעות על פי הנסועה המעודכנת ולוח הזמנים המעודכן משנת 2019. נתיבי היובל מצפה לחשוף פרופיל שיקום עמוק חדש במהלך 2023-2024, עם פוטנציאל לעלויות עתידיות נמוכות יותר, בשל מחויבות הרכבת לטפל בכל נזק או שחיקה אשר יגרמו לכביש במסגרת עבודות הרכבת בשטח הפרויקט.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הציפייה שלנו לביצועים תפעוליים יציבים, יחד עם ביצועים פיננסיים חזקים וחשיפה מוגבלת לנפח הנסועה. אנו צופים שיחס כיסוי שירות החוב השנתי (ADSCR) המינימלי יהיה כ-1.14x.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם ה-ADSCR המינימלי החזוי של הפרויקט יעלה מהותית ולאורך זמן מעל 1.15x, יחד עם ביצועים תפעוליים חזקים ונראות בפרופיל השיקום העמוק המעודכן.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית במקרה של ביצועים תפעוליים פחות טובים מהצפוי, שעלולים להתממש כתוצאה מהגדלת הקנסות או ממחלוקת עם הרשויות. אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית גם אם תחול הרעה בביצועים הפיננסיים, שתקטין את ה-ADSCR מתחת ל-1.10x. תרחיש כזה עשוי להתממש למשל כתוצאה משינוי משמעותי בתקציב השיקום העמוק בהשוואה לתקציב הנוכחי.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- הכנסות מתשלום קבוע: לפי הסכם הזיכיון ומנגנוני הצמדה.
- הכנסות מתשלום משתנה: רמות הנסועה ממרץ 2020 ועד מרץ 2025 לפי 'מנגנון רשת הביטחון'. לאחר מכן ובהמשך אנו מניחים גידול שנתי בנסועה של 1%.
- הכנסות נוספות: כ-550 אלף ₪ בשנה, בעיקר הכנסות מהשכרת אנטנות סלולריות לאורך הכביש.
- הוצאות תפעול והחזקה והוצאות ניהול: בהתאם להסכם התפעולי החתום.
- הוצאות שיקום עמוק: לפי הנחות החברה.

- שיעור אינפלציה של 3.5% בשנת 2023 ושל 2.0% לשנה לאחר מכן, לפי הנחות S&P Global Ratings. אנו מניחים שיעור עלייה דומה במדד תשומות הבנייה למגורים.
- הכנסות ריבית ושחרור רזרבות תפעוליות מעבר לשימושים התפעוליים: לא נכללים.

יחסים עיקריים

- ADSCR מינימלי של 1.14x ב-2026.
- ADSCR חציוני של 1.20x.

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- התאמות לתשלום הקבוע: הפחתה של 0.5% מהתשלומים החצי-שנתיים.
- הכנסות מתשלום משתנה: הפחתה של עד 20% בהיקפי הנסועה החל מאפריל 2025 (לאחר תפוגת מנגנון רשת הביטחון) ועד סיום הזיכיון.
- הכנסות נוספות: ללא שינוי מתרחיש הבסיס.
- הוצאות תפעול ותחזוקה: עלייה של 10% ביחס לתרחיש הבסיס.
- הוצאות ניהול: עלייה של 5% ביחס לתרחיש הבסיס.
- הוצאות שיקום עמוק: עלייה של 10% ביחס לתרחיש הבסיס.
- תזמון שיקום עמוק: הקדמה בשנה אחת.
- אינפלציה: שיעור אינפלציה נמוך ב-1% ביחס לתרחיש הבסיס בחמש השנים הבאות (עד סוף 2027).

יחסים עיקריים

- ADSCR מינימלי של 0.93x ב-2027.
- ADSCR חציוני של 1.15x.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 2
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 2
- פרופיל אשראי עצמאי ראשוני לתקופת ההפעלה: ilAA
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש הבסיס: ניטרלית
- השפעת DSCR חציוני: ניטרלית
- השפעת מבנה החוב: ניטרלית
- השפעת הנזילות: ניטרלית
- השפעת שינוי הערך העתידי: ניטרלית

- השפעת ניתוח הוליסטי: ניטרלית
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת הערכת צדדים לעסקה: ניטרלית
- פרופיל אשראי עצמאי לתקופת ההפעלה: קבוצת ilAA

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

- תמיכה ממשלתית יוצאת דופן: אין
- מגבלת דירוג מדינה: לא רלוונטי
- ערבויות אשראי מלאות: אין
- דירוג חוב בכיר: ilAA

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להשקעות זמניות בחשבונות של עסקאות מדורגות, 31 במאי, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לבחינת חוזי נגזרים, 24 ביוני, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה, 8 במרץ, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה: גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

נתיבי היובל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
התחייבויות לזמן ארוך	ilAA\Stable	20/04/2009	26/05/2022
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	17:27 27/02/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:27 27/02/2023		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.