Maalot
S&P Global Ratings

נתיבי היובל בע"מ

15 ביוני, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

ולריה קוזנצובה, 972-3-7539742 valeriia.kuznetsova@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....3
תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים....3
חוזקות....3
חולשות....3
שיקולים עיקריים לדירוג....4
תחזית הדירוג....4
התרחיש החיובי....4
התרחיש השלילי....4
תרחיש הבסיס....5
הנחות....5
יחסים עיקריים....5
התרחיש השלילי....5
הנחות....5
יחסים עיקריים....5
ניתוח השוואתי....6
דירוג עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)....6
התאמות לדירוג (חוב בכיר)....6
דירוג עצמאי לשלב ההפעלה....6
צדדים קשורים לשלב ההפעלה....7
נזילות....7

התאמות אחרות.....7
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....7
רשימת דירוגים 8

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; תחזית הדירוג יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- נתיבי היובל בע"מ ("החברה") ממשיכה לעמוד בדרישות של מדינת ישראל המוגדרות בהסכם הזיכיון.
- תכנית לעדכון העיתוי וההיקף של עבודות השיקום העמוק אושרה על ידי המלווים ב-2019. עדכון הוצאות השיקום העמוק בוצע ללא השפעה על הפרופיל הפיננסי של הפרויקט. העבודות התחילו בסוף 2019 וקצב העבודות יהיה הדרגתי יותר מעל פי תכנית הראשונית.
- לפיכך, ב-15 ביוני, 2020, אשררנו את הדירוג 'ilAA' לחוב הפרויקטלי הבכיר של החברה.
- התחזית היציבה משקפת את מבנה ההכנסות מבוססות הזמינות של הפרויקט, ואת דעתנו שהתחזוקה השוטפת מבוצעת ברמה הולמת. אנו רואים יחס כיסוי חוב מינימלי של כ-1.14x ואת תוצאות הפרויקט תחת התרחיש השלילי שלנו כתואמים את הדירוג הנוכחי.

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). לאחר פירעון המימון לטווח קצר להקמת הפרויקט, החל שלב ההפעלה בפברואר 2009. החברה מחויבת להחזיר את הכביש למדינה ביולי 2031, ללא תמורה. הפרויקט נמצא כעת בשנה האחת עשרה להפעלתו. מפעיל הפרויקט הוא חברת דניה סיבוס מפעיל בע"מ.

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 המתוכננות להקיף את גוש דן.

באפריל 2009 גייסה החברה חוב בנקאי ארוך טווח מגובה בביטחונות בסכום של כ-1.4 מיליארד ₪. החוב נושא ריבית קבועה של 4.27% לשנה וצמוד במלואו למדד המחירים לצרכן. מועד הפירעון הסופי הוא 6 באפריל, 2030, ונכון לאפריל 2020 יתרת החוב עומדת על כ-0.83 מיליארד ₪ .

חוזקות

- כביש בנוי לפני עשור עם היסטוריית ביצועים יציבה.
- הכנסות מבוססות-זמינות ללא חשיפה לסיכון שוק.
- היקף נסועה העולה על התחזית אך רחוק מהמקסימום התכנוני.

חולשות

- סיכון שיקום עמוק הנשאר בידי הזכיין.
- מינוף גבוה ויחסי כיסוי נמוכים.

שיקולים עיקריים לדירוג

ב-2019 אשרו המלווים תכנית עבודה מפורטת שהחברה גיבשה בנוגע לעדכון העיתוי וההיקף של עבודות השיקום העמוק לאחר החלטתה על דחייתן ב-2017. העבודות התחילו בסוף 2019 וקצב העבודות יהיה הדרגתי יותר מתכנית הראשונית. עלות העבודות הכוללת אינה גבוהה מתקציב המקורי.

ב-2019 המדינה אישרה לרכבת ישראל בע"מ ("רכבת ישראל", ilAA+/Stable) לבצע פרויקט הנחת מסילות בתוואי כביש 431. העבודות התחילו בסוף מרץ 2020 ויימשכו 5-6 שנים לפי הסכם שנחתם בין החברה לרכבת ישראל באוגוסט 2019. כתוצאה מכך, באוגוסט 2019 ניתן לחברה תיקון להסכם הזיכיון, הכולל מנגנון המגן על ההכנסות המשתנות: רמת הבסיס של הנסועה מבוססת על רמת הנסועה של סמסטר אחד לפני תחילת העבודות (ספטמבר 2019 - פברואר 2020). המנגנון קובע שיעור גידול בנסועה של 5% לשנה ב-18 החודשים הראשונים ושל 2% לשנה ביתרת תקופת ההסכם. התיקון להסכם הזיכיון כולל גם את הוראות השינוי: המדינה גורעת את חלק הכביש מהיקף הפרויקט. כתוצאה מכך הופחת גם תשלום הקבוע. הוצאות ה-O&M עודכנו גב אל גב.

בדומה לשנים הקודמות, לא הוטלו על הזכיין קנסות בגין אי זמינות הדרך בתקופה שבין פברואר 2018 לפברואר 2019. החברה לא צברה יחידות אי-זמינות מעבר לסף האי-זמינות הבסיסית לפי הגדרות הסכם הזיכיון.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את מבנה ההכנסות מבוססות הזמינות של הפרויקט, ואת דעתנו שהתחזוקה השוטפת מבוצעת ברמה הולמת. אנו רואים יחס כיסוי חוב מינימלי של כ-1.14x ואת תוצאות הפרויקט תחת התרחיש השלילי שלנו כתואמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג חיובית אם היחסים הפיננסיים בפרויקט ישתפרו מעבר לציפיות בתרחיש הבסיס שלנו. יחס כיסוי מינימלי של כ-1.15x עשוי להוביל לפעולת דירוג חיובית. שיפור ממושך בהכנסות, למשל עקב גידול מהיר מהצפוי בתנועה יחד עם הקמה של תחנות דלק, עשוי להוביל להתפתחות זו.

התרחיש השלילי

ביצועים תפעוליים לקויים שעשויים להשפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי (כגון גרירת קנסות או חריגות בהוצאות השיקום העמוק) עלולים להוביל לפעולת דירוג שלילית. עם זאת, להערכתנו הסבירות להתפתחויות אלה בטווח הקצר-הבינוני היא נמוכה. אם יחס כיסוי החוב המינימלי ירד מתחת ל-1.1x אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית.

תרחיש הבסיס

הנחות

- הכנסות מתשלום קבוע: לפי הסכם הזיכיון ומנגנוני הצמדה. איננו מניחים התאמות לתשלום הקבוע.
- הכנסות מתשלום משתנה: רמות הנסועה מאפריל 2020 ועד אפריל 2025 לפי התיקון להסכם הזיכיון. לאחר מכן ועד סוף תקופת הזיכיון, שיעור גידול בנסועה של 1% לשנה.
- הכנסות נוספות: איננו מניחים הכנסות מתחנת דלק.
- הוצאות תפעול: לפי הסכם התפעול.
- הוצאות שיקום עמוק: לפי הערכת החברה.
- הנחות אינפלציה: שיעור אינפלציה של 0.9% ב-2020, של 1.0% ב-2021 ושל 1.8% לאחר מכן בהתאם לתחזית S&P Global Ratings עבור מדינת ישראל. אנו מניחים שיעור עלייה דומה במדד תשומות הבנייה למגורים.
- הכנסות ריבית ושחרור רזרבות תפעוליות מעבר לשימושים התפעוליים: לא נכללים.

יחסים עיקריים

- יחס כיסוי שירות חוב שנתי מינימלי (Minimum Annual Debt Service Coverage Ratio) של 1.14x (בשנת 2028)
- יחס כיסוי שירות חוב שנתי ממוצע (Average Annual Debt Service Coverage Ratio) של 1.20x

התרחיש השלילי

הנחות

- התאמות לתשלום קבוע: הפחתה של 0.5% מהתשלום הקבוע.
- הכנסות מתשלום משתנה: ירידה של עד 20% בהיקפי הנסועה לעומת תרחיש הבסיס החל מאפריל 2025 (לאחר סיום מנגנון מגן הכנסות משתנות)
- הכנסות נוספות: ללא שינוי מתרחיש הבסיס.
- הוצאות תפעול: עלייה של 10% ביחס לתרחיש הבסיס.
- הוצאות ניהול: עלייה של 5% ביחס לתרחיש הבסיס.
- הוצאות שיקום עמוק: עלייה של 10% ביחס לתרחיש הבסיס והקדמה בשנה לעומת התחזית המקורית.
- הנחות אינפלציה: שיעור אינפלציה נמוך ב-1% ביחס לתרחיש הבסיס בחמש השנים הראשונות של התחזית (עד סוף 2024); ללא שינוי מתרחיש הבסיס בתקופה לאחר מכן.

יחסים עיקריים

- יחס כיסוי שירות חוב שנתי מינימלי (Minimum Annual Debt Service Coverage Ratio) של 0.91x (שנת 2027)

- יחס כיסוי שירות חוב שנתי ממוצע (Average Annual Debt Service Coverage Ratio) של 1.14x
- יחס כיסוי ממוצע גבוה מ-1x ברוב השנים מלבד ב-2027 וב-2028. הפרויקט מחזיק כריות ביטחון מספקות לכיסוי הגירעון התזרימי בתקופות האלה.

ניתוח השוואתי

אנו משווים את נתיבי היובל לפרויקטים הכוללים מימון של תשתיות כבישים במתכונת PFI. סיכון הביצוע וההערכה עסקית לשלב ההפעלה דומים לקבוצת הייחוס. יחסי הכיסוי של נתיבי היובל מעט נמוכים יותר. איננו מבצעים התאמה לדירוג.

דירוג עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

הערכה עסקית לשלב ההפעלה (1=הטוב ביותר, 12=הגרוע ביותר): 2

דירוג עצמאי (SACP) ראשוני: קבוצת ilAA

השפעת התרחיש השלילי על הדירוג העצמאי הראשוני: ניטרלי

נזילות: ניטרלית

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוג עצמאי ראשוני מתואם לתקופת ההפעלה: קבוצת ilAA

התאמה בגין צדדים קשורים תפעוליים: אין

התאמה בגין צדדים קשורים פיננסיים: אין

דירוג עצמאי לשלב ההפעלה: קבוצת ilAA

התאמות לדירוג (חוב בכיר)

קשר לחברת האם: אין

הגנה מבנית: ניטרלי

דירוג הנפקת חוב בכיר: ilAA

דירוג עצמאי לשלב ההפעלה

הבסיס לדירוג הוא פרופיל האשראי העצמאי (stand-alone credit profile, SACP) לשלב ההפעלה, המבוסס על המאפיינים הבאים:

- הכנסות הפרויקט המתבססות בעיקרן (כ-90%) על התחייבות מדינת ישראל לתשלום הקבוע שאינו מושפע משינויים בהיקפי נסועה על הכביש. התשלום הקבוע צמוד ברובו למדד המחירים לצרכן ומכסה את ההוצאות הקבועות של הפרויקט במלואן, כולל תשלומי החוב הבכיר.
- תשלום משתנה הנתמך בהיקפי נסועה במגמת גידול יציבה ומהווה כ-10% מהכנסות הפרויקט (הכנסות מאגרת צל). נפחי התנועה עולים על תחזיות המכרז מאז המחצית הראשונה של 2013. היות שעודפי

ההכנסות המשתנות כפופים למנגנון התחשבנות בין הזכיין למפעיל, ירידה בהיקפי הנסועה מהרמה הנוכחית אינה צפויה להשפיע מהותית על הפרופיל הפיננסי של הפרויקט.

- היסטוריה של עשר שנות ביצועים תפעוליים הולמים. מורכבות נמוכה יחסית של דרישות תפעוליות מכוח הסכם הזיכיון בהשוואה לפרויקטים אחרים בעולם מקטינה את הסיכון של אי עמידת הפרויקט בהתחייבויות הנוגעות לזמינות ותחזוקת הדרך.
- מאזן סיכונים הולם לפרויקט מסוג זה, תוך העברת רוב הסיכונים מהזכיין למפעיל, במסגרת מערך הסכמים ארוכי טווח, מבוססי מחירים קבועים (מלבד מרכיב משתנה של התחשבנות על הכנסות משתנות עודפות או חסרות) ומנגנון קיזוז קנסות, גב-אל-גב, מהתשלום למפעיל.
- מבנה חוב אגרסיבי יחסית, עם שיעור הון עצמי של כ-10% בלבד (בעת פירעון ההלוואה לטווח הקצר). כתוצאה מכך יחסי כיסוי החוב נמוכים גם הם בהשוואה לפרויקטים מקבילים בעולם.

צדדים קשורים לשלב ההפעלה

להערכתנו, בשלב זה לא קיים צד קשור המגביל את הדירוג.

נזילות

אנו רואים את נזילות הפרויקט כ"ניטרלית", לפי המתודולוגיה שלנו. הערכתנו נשענת על קיום קרן לשירות החוב הבכיר בהיקף של כ-70.1 מיליון ₪ (שווה ערך לכשמונה חודשי שירות של החוב הבכיר) ועל צבירת קרן לשיקום עמוק במשך שמונה שנים עד להוצאה בפועל.

הקרן לשיקום עמוק עומדת על כ-45.8 מיליון ₪.

חלוקת העודפים לבעלי המניות, בין באמצעות החזר הלוואות בעלים ובין באמצעות חלוקת דיבידנד, מותרת החל מאפריל 2011, אך היא מותנית בעמידה ביחס כיסוי חוב שנתי (ADSCR), המחושב לפי שיטת הממנים, שלא יפחת מ-1.14x ב-12 החודשים הקודמים לחלוקה וב-12 החודשים שאחרי החלוקה.

התאמות אחרות

אין התאמות אחרות.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג פרויקטים- צדדים לעסקה, 20 בדצמבר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג פרויקטים בתחומי הכבישים, הגשרים והמנהרות, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה למבנה העסקאות למימון פרויקטים, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה למסגרת הכללית למימון פרויקטים, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לשלב ההפעלה של פרויקט, 16 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח השפעת צדדים קשורים על דירוג העסקה, 8 במרץ, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-15 ביוני, 2020)	
נתיבי היובל בע"מ	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
התחייבויות לזמן ארוך	ilAA\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	10:41 15/06/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:41 15/06/2020
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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.