



# חברות פיתוח נכסי נמל

## דוח מתודולוגי ו אפריל 2015

1

### אנשי קשר:

רו"ח דביר וולף, אנליסט בכיר  
[dvirw@midroog.co.il](mailto:dvirw@midroog.co.il)

יובל סקורניק, ראש צוות  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

ישי טריגר, ראש צוות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים בדירוג חברות פיתוח נכסי נמל (להלן: "החברה" או "החברות" או "חברות פיתוח נכסי נמל") מקומיות. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות פיתוח נכסי נמל ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על חברות אלו. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה בחודש אוגוסט 2014. הפרסום נועד לפרט ולחדד את הפרמטרים העיקריים המשמשים בדירוג ואין בפרסום המתודולוגיה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

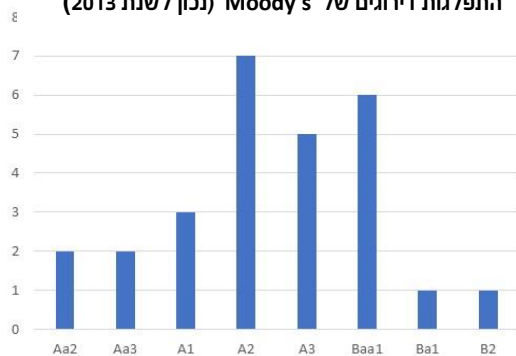
המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חברות פיתוח נכסי נמל במודל Landlord<sup>1</sup>, מתבססת על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חברות נמל<sup>2</sup> Public Port Revenue Bonds (להלן: "Port"), בהתאמות הנדרשות. מטרת המתודולוגיה הינה להציג קיום מנחים לניתוח הפרמטרים הכמותיים והאיכותיים המשמשים בקביעת דירוג החברות. המתודולוגיה מתייחסת לחברות שונות בבעלות המדינה או ישות ציבורית אחרת, הממנות את פעילותן באמצעות גיוסי חוב, שפירעונם נסמך על

הפעילות בנמלים שבתחום אחריותן. מתודולוגיה זו איננה מתייחסת לדירוג חברות נמל תפעוליות<sup>3</sup>.

נכון לדצמבר 2013, דירגה Moody's 27 חברות במסגרת מתודולוגיית ה-PORT, אשר כולן פועלות בארה"ב, בהיקף חוב כולל של כ- 15 מיליארד דולר. כפי שניתן לראות מהגרף המצורף, טווח הדירוגים שנקבעו ע"י Moody's הינו בין Aa2-A2, כאשר 21 מהדירוגים מצויים בטווח שבין A1-Baa1.

נכון למועד פרסום הדוח המתודולוגי, מידרוג מיישמת את המתודולוגיה בדירוג חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ.

התפלגות דירוגים של Moody's (נכון לשנת 2013)



<sup>1</sup> מודל המיישם עקרון הפרדה בין פיתוח תשתיות לאומיות, המבוצע ע"י המדינה, לבין התפעול השוטף של הנמלים, המתבצע ע"י חברות נמל מתחרות.

<sup>2</sup> מתודולוגית Moody's בנושא: [Public Port Revenue Bonds](#).

<sup>3</sup> [Privately Managed Port Companies](#).

2.1 פרמטרים עיקריים בדירוג

במסגרת המתודולוגיה נבחנים 4 משתנים עיקריים, המורכבים ממספר תתי-פרמטרים כמפורט להלן:

<ul style="list-style-type: none"> <li>- גודל מערכת הנמלים (בהתאם לסך הכנסות שנתו)</li> <li>- אזור השירות ורמת התחרות של מערכת הנמלים</li> <li>- מגבלות תפעוליות של מערכת הנמלים</li> </ul>	<p><b>מיצוב שוק של מערכת הנמלים</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- תנודתיות הכנסות מערכת הנמלים - שיעור השינוי הממוצע (CAGR<sup>4</sup>) על פני 5 שנים</li> <li>- פיזור וגיוון בסיס הלקוחות של מערכת הנמלים</li> </ul>	<p><b>פיזור ותנודתיות מקורות ההכנסה של מערכת הנמלים</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- תוכנית ההשקעות של מערכת הנמלים בטווח הבינוני וגידול בשיעור ההשקעה של החברה הנגזר מתוכנית זו</li> </ul>	<p><b>תוכנית ההשקעות</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- יחס כיסוי חוב DSCR<sup>5</sup> (ממוצע 3 שנים)</li> <li>- יחס חוב פיננסי לסך הכנסות (ממוצע 3 שנים)</li> </ul>	<p><b>יחסים פיננסיים</b></p>

2.2 מיצוב שוק

חשיבותו של מיצוב השוק הינה ביכולתו לבטא את חוזקת המעמד תחרותי של מערכת הנמלים אשר מצויים תחת אחריות חברות פיתוח נכסי נמל בשימור ויצירת ביקושים, ותוך כדי כך לשמר ולייצר הכנסות יציבות על פני זמן. מיצוב השוק נבחן באמצעות 3 פרמטרים עיקריים:

- א. **גודל מערכת הנמלים** - גודל מערכת הנמלים הינו פרמטר משמעותי בעיקר כאינדיקטור ליציבותו של נתח השוק ומיצוב מערכת הנמלים עליו מבוססות הכנסות החברות, ולתועלת הנגזרת כתוצאה מיתרון לגודל. מערכת נמלים שהיקף פעילותה גדל יחד עם צמיחת היקפי המסחר, עושה זאת הודות למיצובה בשוק או להיותה מונופול, למיקומה הגיאוגרפי ולקיבולת התפעולית ולרוב, נהנית מקרבתה למרכזי אוכלוסייה גדולים.
- ב. **היקף אזור השירות ורמת התחרות של מערכת הנמלים** - פרמטר איכותי המשמש להערכת יכולת מערכת הנמלים לשמש כגורם מהותי במסחר ובכלכלה המקומית והבינלאומית. פרמטר זה מושפע בראש ובראשונה מגודלה וחוסנה הכלכלי של אוכלוסיית האזור, התממשקות הנמל לקווי רכבת וכבישים מרכזיים, והתחרות, במידה וקיימת, באותו אזור.
- ג. **מגבלות תפעוליות של מערכת הנמלים** - מגבלות תפעוליות מבטאות את היכולת הפיזית המקסימאלית של מערכת הנמלים לספק שירותים ולהציג צמיחה עתידית בהכנסות. ככל שמערכת הנמלים יכולה לספק מגוון רב יותר של שירותים, פריקה וטעינה של כל סוגי הסחורות הדרושות לאזור ולאזורים סמוכים כך תדורג גבוהה יותר. לשם המחשה, מערכת נמלים קטנה יחסית עלולה שלא לקבל אוניות משא גדולות מאחר ואין ברשותה את הציוד המתאים לפריקה וטעינה של אוניות אלו, או שקיימת מגבלה פיזית אחרת (לדוגמא, עומק המים בסמוך לרציף) אשר איננה מאפשרת את עגינת האוניות.

<sup>4</sup> Compounded Average Growth Rate  
<sup>5</sup> Debt Service Cover Ratio

### 2.3 פיזור ותגודתיות מקורות ההכנסה של מערכת הנמלים

ביצועי מערכת הנמלים נמדדים בעיקר על בסיס התגודתיות הצפויה בהכנסותיה. תגודתיות ההכנסות העתידיות נבחנת על סמך תגודתיות ההכנסות בעבר, תחת בחינת הנחות שונות הכוללות, בין היתר, תחזיות מאקרו כלכליות.

פיזור ותגודתיות מקורות ההכנסה של מערכת הנמלים נבחנות באמצעות 2 פרמטרים עיקריים:

א. **תגודתיות ההכנסות של מערכת הנמלים** - בחינת צמיחת הכנסות שנתית ממוצעת (CAGR) על פני 5 שנים

אחרונות. נתון זה מספק אינדיקציה כמותית ליציבות ההכנסות בטווח הזמן הבינוני. קצב צמיחה נמוך יחסית בהכנסות עלול לרמז על חולשה עתידית ביכולתה הבסיסית של מערכת הנמלים לייצר תזרים מזומנים יציב. יש לציין כי ביכולת מערכת הנמלים לבסס ולייצב הכנסות באמצעות חוזי הכירה לטווח בינוני-ארוך, יצירת מקורות הכנסה שאינם תלויים בהיקף התנועה בנמלים ועוד. בנוסף, נבחנת מידת גמישותה של מערכת הנמלים לבצע התאמת תעריפים ביחס לתגודתיות בהיקף תנועת המטענים, על מנת להביא לייצוב היקף ההכנסות.

ב. **פיזור וגיוון בסיס הלקוחות של מערכת הנמלים** - אינדיקטור חשוב המספק מדד כמותי לתגודתיות ההכנסות,

ע"א אומדן שיעור הכנסות של מערכת הנמלים המופק מלקוחות עיקריים, ומלמד על החשיפה לשינויים תכופים בהכנסות כתוצאה מעזיבת לקוח אחד או יותר. מערכת נמלים בעלת פיזור וגיוון לקוחות ברמה נמוכה, חשופה ברמה גבוהה יותר לסיכון העסקי של הלקוחות העיקריים. בנוסף, מערכת נמלים אשר באחריותה נמלים בעלי פיזור לקוחות נמוך יחסית, חשופה יותר לסיכון העסקי הספציפי של אותם לקוחות, וסביר יותר שתתקשה להתגבר על כשל או אובדן של אחד או יותר מהלקוחות.

### 2.4 היקף תכנית ההשקעות של מערכת הנמלים

במסגרת בחינת פרמטר זה תוערך יכולתה של מערכת הנמלים לממן השקעות הוניות עתידיות בנמלים, בהתאמה למצב הכנסותיה, סך ההשקעות ההוניות והיקף החוב הפיננסי. היקף תכנית ההשקעות הינו אינדיקטור מהותי לבחינת היקף החוב העתידי שתידרש לגייס, שיעור המינוף הנגזר מכך, והשפעתו על תוצאותיה הכספיות.

הרציונל וכלכליות תכנית ההשקעות נלקחים גם הם בחשבון, לרבות יכולתם לתחזק את מצב הנכסים ולהגדיל את קיבולת מערכת הנמלים. תוכנית ההשקעות נבחנת גם לאור ההשפעות הצפויות על היקפי התנועה במערכת הנמלים ויכולת יצור ההכנסות כתוצאה מביצוע ההשקעות. הגדלת שיעור המינוף אינה בהכרח בעלת השפעה שלילית על הדירוג - תוכנית השקעה הממומנת בחוב ומשפרת את קיבולת מערכת הנמלים או את הגישה אליה, צפויה, לרוב, לשפר את פרמטר מיצוב שוק. בנוסף, השיפור במיצוב והגדלת היקף הקיבולת תורמת ליכולת מערכת הנמלים להתמודד עם הגידול בשירות החוב שגויס לטובת ההשקעות שבוצעו. אף על פי כן, יש לציין כי גמישות פיננסית לטווח ארוך נפגעת עם גידול בהיקף החוב והעלויות הנגזרות.

### 2.5 יחסים פיננסיים

היחסים הפיננסיים מהווים מדד מהותי בבחינת הדירוג, ומשקפים את יכולת ייצור תזרים המזומנים, שימור ותחזוקת הנכסים, תוך עמידה בהתחייבויות הפיננסיות.

היחסים הפיננסיים נבחנים באמצעות 2 פרמטרים עיקריים:

א. **יחס כיסוי חוב DSCR (ממוצע על פני 3 שנים)** - יחס הכיסוי DSCR בוחן את תזרים המזומנים החופשי לשירות

חוב ביחס להיקף שירות החוב (קרן וריבית) בשנה מסוימת, ונועד לזהות תקופות זמן בעייתיות ("בטן תזרימית") בהן סך תזרים המזומנים החופשי לשירות חוב הינו נמוך יחסית לשירות החוב (קרן וריבית).



ב. **יחס חוב פיננסי לסך הכנסות (ממוצע על פני 3 שנים)** - יחס המצביע על היקף המימון הנצבר ע"ח הכנסות עתידיות. יחס נמוך יחסית מצביע על מצב כספי טוב יותר המחזק את איכות האשראי. יחס גבוה יחסית עלול להגביל את היכולת לממן השקעות או פרויקטים אשר יאפשרו למערכת הנמלים לשמר ולשפר את מעמדה התחרותי ונכסיה, להגדיל את ייצור תזרים המזומנים ובכך לתרום ליכולת שירות החוב.

### 3. היבטים נוספים הנלקחים בחשבון בדירוג

במסגרת דירוג חברות פיתוח נכסי נמל נבחנים היבטים נוספים אשר עשויים להשפיע על הדירוג שנקבע, בהתאם לפרמטרים העיקריים שפורטו לעיל. להלן פירוט ההיבטים הנוספים שנלקחים בחשבון במסגרת הדירוג:

#### 3.1 נזילות

נזילותן של חברות פיתוח נכסי נמל, בדומה לכל תאגיד, הינה בעלת חשיבות רבה לדירוג. נזילות גבוהה מספקת לחברה גמישות בניהול הוצאות התפעוליות והחזרי החוב. בנוסף, נזילות מספקת גמישות טובה יותר בנגישות לשוק ההון ובניהול ההשקעות ההוניות במערכת הנמלים שבאחריות החברה, המשפיעה על צירוף לקוחות חדשים ושימור הקיימים. נזילות נמוכה מגבילה את היכולת הללו וכן את האופן בו מסוגלות חברות פיתוח נכסי נמל להתמודד עם שינויים והוצאות בלתי צפויות.

#### 3.2 איכות ההנהלה

ההנהלה הינה גורם המהווה תמיכה באיכות האשראי של החברות. בחינת ההנהלה הבכירה מסייעת להעריך את האסטרטגיה העסקית והמדיניות, ולאמוד את ביצועי ההנהלה בהשוואה לביצועי המתחרים ולתחזיות, ולאור שינויים טכנולוגיים ובהרגלי הצריכה בשוק. הנהלה איכותית ומנוסה מספקת תובנות לגבי ביצועי החברה בעתיד בתרחישים שליליים, ובאה ללמד על נטייתה לפעול בהתאם לאסטרטגיה והמדיניות העסקית, או לחילופין - להוביל ולאמץ שינויים תחת נסיבות חדשות.

#### 3.3 מבנה החוב

מבנה החוב של החברות הינו שיקול מהותי. הוא כולל את מכלול השעבודים, השימוש במכשירי חוב הנושאים ריבית משתנה והגנות, זמינותה והיקפה של כרית המזומנים לשירות החוב (אם ישנה), וכן קיומן של אמות מידה פיננסיות העשויות לחזק או להחליש את איכות האשראי. מבנה דרישות שירות החוב, כגון קיום התניות להאצת פירעון, והחזר מרביתו של החוב בשלב המוקדם או המאוחר של חייו משפיעים גם הם על איכות האשראי ודירוג החוב.

#### 3.4 בקרות פיננסיות

חלק מהניתוח הפיננסי מסתמך על דיוקם של הנתונים הכספיים המופיעים בדוחות הכספיים המבוקרים של החברות. דיוק שכזה מתאפשר רק כאשר קיימות בקרות פנימיות נאותות, והדיווח הינו עקבי ובהתאם לכללי חשבונאות מקובלים. חולשה בתהליך הדיווח הכספי, הצגה מחדש של נתונים פיננסיים או עיכוב במועד פרסום הדוחות הכספיים עלולים לרמז על היעדרן של בקרות פיננסיות מספקות.

#### 3.5 ניהול נזילות

כפי שכבר צוין, הנזילות הינה גורם קריטי לדירוג. חשיבותה עשויה לגבור במיוחד עבור חברות פיתוח נכסי נמל אשר בתחום אחריותן מצויים נמלים בדירוגים נמוכים, אשר להם סיכון תפעולי גבוה יותר לצד גמישות תפעולית ופיננסית



נמוכה. ניתוח דרישות הנזילות של פעילות החברות בהיבטי מקורות ושימושים לטווח הזמן הקצר מסייעת בעניין זה. ניתן גם לעקוב אחר העמידה באמות המידה הפיננסיות ומרווח הביטחון מהן, ולהעריך האם תידרש החברה לבקש הקלה ("גרייס") במקרה של ירידה קלה בביצועים הפיננסיים.

### 3.6 אירוע בלתי צפוי

במסגרת פרמטר זה יש לבחון את הסיכון להתממשות של אירועים בלתי צפויים העלולים להביא לירידה חדה ופתאומית באיכות האשראי של החברות. אירועים מסוג זה כוללים, בין היתר, פגעי מזג-אוויר, משברים גיאופוליטיים, ושינויים משמעותיים בתקנות חוק ורגלוציה.

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") 2015.

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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכונתו 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.