Maalot
S&P Global Ratings

# איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

**18 ביוני 2024**

## עדכון דירוג

## שינוי התחזית ליציבה מחיובית על רקע סיכונים גיאופוליטיים; אשרור דירוג 'ilAA+'


**אנליסט אשראי ראשי:**

Karen Vartapetov, פרנקפורט, +49 693 399 9225, karen.vartapetov@spglobal.com

**אנשי קשר נוספים:**

מתן בנימין, רמת גן, 972-3-7539716 matan.benjamin@spglobal.com

איילת מצוב, רמת גן, 972-3-7539712 ayelet.matzov@spglobal.com


### תוכן עניינים


תמצית ..... 2
פעולת הדירוג ..... 2
תחזית הדירוג ..... 2
התרחיש החיובי ..... 2
התרחיש השלילי ..... 2
שיקולים עיקריים לדירוג ..... 3
הנהלה מקצועית, מסגרת מוסדית תומכת ויסודות כלכליים איתנים ..... 3
תוכנית השקעות ארוכת טווח של המתבססת על גירעונות לאחר חשבונות הון גבוהים עד סוף העשור ..... 4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים ..... 5
מאמרים נוספים ..... 5
רשימת דירוגים ..... 6

עדכון דירוג

# שינוי התחזית ליציבה מחיובית על רקע סיכונים גיאופוליטיים; אשרור דירוג 'ilAA+'

## תמצית

- איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן") הוא איגוד הערים לביוב הגדול בישראל, ואנו צופים כי ימשיך לרשום עודפים תפעוליים גבוהים, שכן הוא פועל תחת רגולציה תומכת, שבה התעריף מכסה על הוצאות ההתרחבות שלו בטווח הארוך.
- הדירוג של איגודן נתמך במעמדו כאיגוד הערים לביוב הגדול בישראל, במסגרת המוסדית האיתנה שבה הוא פועל ובהנהלתו המקצועית ועמדת נזילות האיתנה שלו.
- עם זאת, התגברות הסיכונים הגיאופוליטיים והמקרו-כלכליים בעקבות המלחמה בין ישראל לחמאס יוצרת להערכתנו אי ודאות לגבי קצב היישום של תוכנית ההשקעות של איגודן בהינתן הגידול בחוב.
- אי לכך אנו משנים את תחזית הדירוג של איגודן ליציבה מחיובית, ומאשררים את הדירוג 'ilAA+'.

## פעולת הדירוג

ב-18 ביוני 2024 שינתה S&P מעלות את תחזית הדירוג של איגודן איגוד ערים דן לתשתיות איכות סביבה, ליציבה מחיובית ואשררה את הדירוג 'ilAA+'.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאיגודן ימשיך לרשום עודפים תפעוליים גבוהים, הנתמכים בתעריפי מים הצפויים להספיק למימון חלק ניכר מתוכנית ההשקעות שלו בטווח הארוך. התחזית היציבה משקפת גם את ציפיותינו שאיגודן ישמור על עמדת נזילות איתנה.

**התרחיש החיובי**

נשקול העלאת דירוג אם תפחת אי הוודאות הגיאופוליטית והמקרו-כלכלית בישראל, ותשתפר הבהירות בנוגע לביצוע תוכנית ההשקעות ארוכת הטווח של איגודן וליכולת לאזן את הביצועים התקציביים לאורך זמן.

**התרחיש השלילי**

נשקול הורדת דירוג אם ההשקעות של איגודן יכבידו על הביצועים התקציביים כך שהוצאות ההשקעה יפגעו בעמדות החוב והנזילות מעבר לציפיותינו הנוכחיות.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של איגודן ממשיך להיתמך במעמד הסוציו-אקונומי הגבוה בגוש דן, במסגרת המוסדית שבה פועלים איגודי הערים בתחום הביוב בישראל, בהנהלה המקצועית של איגודן ובעמדת נזילות האיתנה שלו. להערכתנו המלחמה בין ישראל לחמאס יוצרת בעת הנוכחית חוסר ודאות בנוגע לקצב ביצוע תוכנית ההשקעות הרב-שנתית של איגודן וליכולתו לאזן את הגירעונות התקציביים בהינתן הגידול בחוב.

**הנהלה מקצועית, מסגרת מוסדית תומכת ויסודות כלכליים איתנים**

אנו רואים את המסגרת המוסדית של איגודי הערים בתחום הביוב בישראל, בה פועל איגודן, כמאוזנת. האסטרטגיה והפעילות הפיננסית והתפעולית של איגודי הערים לביוב מפוקחות בקפידה על ידי הרגולטור, הרשות הממשלתית למים ולביוב ("רשות המים"). רשות זו מאשרת את תקציביהם השנתיים של האיגודים, את נטילת החוב ואת תוכניות הפיתוח שלהם, וקובעת את התעריפים שמסייעים לכסות את הוצאות התפעול, הוצאות הפרויקטים ושירות החוב השנתי. על פי החוק, הרגולטור רשאי לכפות על האיגודים לבצע פרויקטי פיתוח, אך פרויקטי הפיתוח מתוכננים לרוב תחילה על ידי איגודי הערים, הן הנדסית והן כלכלית, ומבוצעים רק לאחר שאושרו על ידי הרגולטור ולאחר שהתעריף הותאם לכיסוי הצרכים. ברגע שהתעריף נקבע, תאגידי המים פועלים למעשה כ"צינור" ונדרשים לגבות אותו ולהעביר אותו ישירות לאיגודים.

למרות המסגרת התומכת, איגודי הערים סובלים מגמישות מוגבלת בתחום הפיננסי, שכן הם אינם יכולים לשנות את התעריף באופן עצמאי, ואופי הפעילות שלהם סביב הקליטה והטיפול בשפכים מקשה על קיצוץ בהוצאות הפיתוח, במציאות שבה הביקוש לשירותים הולך וגדל יחד עם הגידול באוכלוסייה. להערכתנו, הרגולציה על האיגודים מתאפיינת בשקיפות נמוכה ביחס לאופן שינוי התעריף, דבר אשר להערכתנו מעיב על יכולת החיזוי של ההכנסות העתידיות. כמו כן, לא נקבעה מסגרת ברורה לסיוע ממשלתי יוצא דופן במקרה הצורך. כללי החשבונאות של איגודי הערים דומים לאלו של העיריות וישנה שקיפות בדיווח. כך, ביקורת על הדוחות מתבצעת על ידי גורם חיצוני ועצמאי.

היסודות הכלכליים החזקים של מדינת ישראל תומכים גם הם בדירוג של איגודן. הערכתנו זו מבוססת על תחזית הצמיחה הכלכלית בישראל בשנים הקרובות, עם תוצר לנפש הצפוי לעמוד על כ-51,900 דולר ב-2024. אנו סבורים כי ההתפתחויות הכלכליות באיגודן ישקפו בממוצע את אלו של הכלכלה הארצית, בהינתן שהוא פועל בגוש דן, הכולל רשויות מקומיות עם מאפיינים כלכליים חזקים יחסית ועם פרופיל כלכלי חברתי גבוה של תושביהן, ושבתחומן פועלים מרכזי עסקים חשובים. אנו משתמשים בפרופיל הכלכלי של העיריות החברות באיגודן, שמהן הוא מפיק למעלה מ-70% מהכנסותיו, כאמת מידה לפרופיל הכלכלי של איגודן. מעמדו היציב של איגודן, המוגדר כמפעל חיוני, נתמך גם בביקוש הקשיח לשירותיו, ובעובדה כי חסמי הכניסה לתחום גבוהים בשל פעילות המבוססת על השקעות כבדות ותלויה ברגולציה ובהליכים סטטוטוריים. גורמים אלה הופכים אותו כמעט לבלתי ניתן להחלפה, הן עבור העיריות החברות באיגוד והן עבור יתר לקוחותיו. הרשויות המקומיות או תאגידי

המים שלהן הם אלו שמחויבים להעביר לאיגודן בכל מקרה את התעריפים הקבועים מראש וללא קשר למצבן הכלכלי, דבר המקטין את חשיפתו של איגודן לסיכוני גבייה.

הנהלת איגודן יציבה לאורך זמן, מקצועית ומומחית בתחומה, והחלטותיה המקצועיות כמעט ולא מושפעות משיקולים פוליטיים של העיריות החברות בה. אלה האחרונות מיוצגות בדרך כלל בדירקטוריון האיגוד, אך חלוקת התפקידים ותחומי האחריות בין נציגיהן לבין הדרג המקצועי ברורה ושיתוף הפעולה טוב. תקציבים שנתיים מאושרים בקלות יחסית לפני תחילת השנה ומבוססים על הנחות שמרניות. איגודן אחראי לתכנון פרויקטים שיבטיחו את יכולתו לטפל בכל השפכים שזורמים לתוך מערכותיו, בהתחשב במגמות כלכליות ודמוגרפיות. לצורך כך הוא פועל על פי תכנון ארוך טווח של יותר מעשור קדימה, המתעדכן בהתאם לקצב ביצוע ההשקעות. בעוד שההכנסות וההוצאות התפעוליות קלות יחסית לחיזוי, הרי שהוצאות הפיתוח מטבען חשופות לעיכובים ותלויות בגורמים שונים, כך שהן לעיתים תנודתיות. מדיניות איגודן לתת מענה לצרכים תפעוליים שנים רבות לפני שהם מתממשים מאפשרת לו להאט את ביצוע ההשקעות וליהנות מצבירה של יתרות מזומנים, משיפור בביצוע התקציבי ומצמצום צורכי גיוס החוב ביחס לתכנון המקורי. אנו סבורים שהמדיניות הפיננסית של איגודן מאוזנת וזהירה, והדבר אף מתבטא בעמידה רצופה בהתניות הפיננסיות שמכתיבים הגופים המלווים.

**תוכנית השקעות ארוכת טווח של המתבססת על גירעונות לאחר חשבונות הון גבוהים עד סוף העשור**

אנו ממשיכים לחזות כי בשנים הקרובות העודף התפעולי של איגודן יישאר גבוה ומעל 50% מההכנסות השוטפות המתואמות. מתעריף המים שקובעת רשות המים מופרש חלק קבוע, שמהווה למעשה את ההכנסות התפעוליות של איגודן, הצמודות למדד המחירים לצרכן. על מנת לתמוך בתוכנית ההשקעות של איגודן, רשות המים קיבעה את התעריף ב-2022, ובהפחתת תעריף המים הכללי האחרונה, בתחילת 2023, חלקו של איגודן לא השתנה.

לאורך טווח התחזית, עד שנת 2025, אנו צופים כי איגודן ימשיך לבצע את תוכנית ההשקעות שלו, "איגודן 2040", שאושרה על ידי רשות המים. התוכנית כוללת פרויקטים בהיקף של כ-1 מיליארד ₪ להרחבת מערכת ההולכה וכ-1.8 מיליארד ₪ להקמה ושדרוג של מערכות הטיפול והמחזור, כך שיתאימו לכמויות הצפויות להיקלט באיגודן ב-20 השנים הבאות. אחד הפרויקטים העיקריים הכלולים בתוכנית יגדיל באופן ניכר את קיבולת מכון טיהור השפכים, והשני יאפשר טיפול מלא בשאריות הבוצה. ההשקעה בפרויקט צפויה להיפרש על פני תקופה של למעלה מעשור, ועתידה לייצר בשנים הקרובות גירעונות לאחר תקציב ההון של כ-30% בממוצע מההכנסות התפעוליות המתואמות. אנו מעריכים כי גירעונות אלו ילכו ויפחתו בהדרגה בשנים הבאות, אולם מעבר לטווח התחזית שלנו.

הגירעונות לאחר תקציב ההון (הכולל את ההוצאות ההוניות באיגודן ובמי אזור דן) יכוסו באמצעות נטילת הלוואות מתוך קווי האשראי הקיימים. כתוצאה מכך, אנו צופים כי עומס החוב של איגודן יגיע לשיא בשנים 2028-2029 ויעמוד על כ-400% מסך ההכנסות התפעוליות המתואמות, בהשוואה לכ-300% בשנת 2024. מבנה החוב של איגודן כולל כיום רק חוב לזמן ארוך במטבע מקומי, מדיניות שלהבנתנו ההנהלה הפיננסית מחויבת לשמר בעתיד,

תוך שהיא ממתנת סיכונים הנובעים משערי הריבית. נציין בנוסף שרוב החוב של איגודן צמוד למדד המחירים לצרכן, אך יש לכך השפעה שולית בלבד על הפרופיל הפיננסי שלו היות שהכנסותיו צמודות גם הן למדד המחירים לצרכן.

אנו רואים את עמדת הנזילות של איגודן כחזקה, ונתמכת בשני קווי אשראי למשך 30 השנים הבאות, כל אחד מהקווים בהיקף של 1.3 מיליארד ₪, שמתוכם נמשכו עד מאי 2024 כ-550 מיליון ₪. הודות ליתרות מזומנים ולקווי האשראי ייהנה איגודן מכסף נזיל שיאפשר לו לבצע את כל הפרויקטים המתוכננים במסגרת תוכנית ההשקעות ולפרוע את חלויות החוב השנתיות. תשלום הקרן יחל רק בשנת 2027, מה שיבצר את עמדת הנזילות וימנע היחלשות או תנודתיות, ואנו רואים זאת כחוזקה בדירוג. אנו מעריכים כי יש לאיגודן גישה מספקת למקורות נזילות חיצוניים, הן עקב הערכתנו את המערכת הבנקאית בישראל והן עקב ניסיון העבר המוכח של איגודן בנטילת חוב בהיקף גדול ובתנאים טובים.

**איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – סיכום ציונים של גורמי דירוג**

| גורם דירוג | ציון |
|---|---|
| מסגרת מוסדית | 3 |
| כלכלה | 1 |
| ניהול פיננסי | 2 |
| ביצועים תקציביים | 5 |
| נזילות | 2 |
| נטל חוב | 5 |

הדירוגים ש- S&P Global Ratings מעניקה לרשויות המקומיות מבוססים על שישה גורמי דירוג מרכזיים המפורטים בטבלה שלעיל. מאמר המתודולוגיה "מתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות", מה-15 ביולי, 2019, מסכם את הדרך שבה משמשים ששת הגורמים יחדיו בקביעת דירוג הרשות המקומית. המסגרת המוסדית מדורגת בסולם של 1 (הציון הטוב ביותר) עד 6 (הציון הגרוע ביותר). הכלכלה, הניהול הפיננסי, הביצועים התקציביים, הנזילות ונטל החוב מדורגים בסולם של 1 (הציון הטוב ביותר) עד 5 (הציון הגרוע ביותר).

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות, 15 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings , 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

## מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 13 במאי, 2024
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 31 בינואר, 2024

## רשימת דירוגים

| איגודן לתשתיות איכות הסביבה | דירוג | תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה | תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג |
|---|---|---|---|
| **דירוג(י) המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | ilAA+\Stable | 17/04/2013 | 18/06/2023 |
| **היסטוריית דירוג המנפיק** | | | |
| טווח ארוך | | | |
| יוני 18, 2024 | ilAA+\Stable | | |
| יוני 13, 2022 | ilAA+\Positive | | |
| פברואר 28, 2017 | ilAA+\Stable | | |
| מרץ 23, 2016 | ilAA\Positive | | |
| אפריל 17, 2013 | ilAA\Stable | | |

| פרטים נוספים | |
|---|---|
| זמן בו התרחש האירוע | 18/06/2024 02:28 |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 18/06/2024 02:28 |
| 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.