Maalot
S&P Global Ratings

וי.איי.די חברה להתפלה בע"מ

20 בינואר 2025

עדכון דירוג

העלאת דירוג החוב הפרויקטלי ל-'ilAA+' בעקבות הסכם פשרה סופי עם המדינה; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

אוהד מובשוביץ 972-3-7539725 ohad.movshovitz@spglobal.com

איש קשר נוסף:

יבגני סילישטיאן 972-3-7539733 evgeni.siishtian@spglobal.com

תוכן עניינים

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

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה 7
צדדים לעסקה לשלב ההפעלה 7
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 7
רשימת דירוגים 8

תמצית

- פתרון המחלוקת בין וי.איי.די חברה להתפלה בע"מ ("הפרויקט") והמדינה לגבי התאמת המחירים מיתר את הסיכון לניכוי תשלומים משמעותיים לפני מועד הפירעון הסופי של החוב הבכיר באוקטובר 2025.
- למרות השחרור המלא של ערבויות הבעלים הפיננסיות אשר גיבו את שירות החוב ופקיעת תוקף פוליסת הביטוח למקרי מלחמה וטרור, אנו מעריכים כי שירות החוב נתמך על-ידי נראות גבוהה של תזרימי המזומנים של הפרויקט.
- כתוצאה מכך, ב-19 בינואר 2025 העלינו את דירוג החוב הפרויקטלי של הפרויקט ל-'ilAA+" מ-'ilAA'.
- התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שהפרויקט יציג ביצועים תפעוליים ופיננסיים יציבים עד מועד הפירעון המלא של החוב באוקטובר 2025.

תיאור הפרויקט וגורמי דירוג עיקריים

וי.איי.די חברה להתפלה בע"מ זכתה באוקטובר 2002 בזיכיון של מדינת ישראל להקמה והפעלה של מתקן התפלת מי ים באשקלון. תקופת הזיכיון היא 24 שנים ו-7 חודשים, והוא יפוג ב-12 במאי 2027, אז יועבר המתקן למדינה ללא תמורה.

הפרויקט החל לפעול בדצמבר 2005, עם יכולת הפקת מים התחלתית של 105 מיליון מטר מעוקב (מלמ"ק) לשנה. לאחר שתי הרחבות ב-2009 וב-2010, כושר הייצור גדל ל-120 מלמ"ק לשנה.

לפי הסכם הזיכיון, המדינה מחויבת לשלם לפרויקט תשלומים קבועים שנתיים עבור צריכת 115 מלמ"ק, גם אם הביקוש השנתי של המדינה נמוך יותר בפועל. תשלומים שנתיים קבועים אלו מכסים בנוחות את כל העלויות הקבועות השנתיות של הפרויקט וכן את כל חלויות החוב השנתיות (קרן וריבית). לפיכך, שירות החוב אינו חשוף לסיכון שוק.

חוזקות

- מועד הפירעון המלא של החוב הבכיר הוא בעוד תשעה חודשים בלבד (באוקטובר 2025).
- הכנסות שנתיות קבועות - ללא קשר לביקוש למים - המכסות את כל עלויות ההפעלה הקבועות ואת חלויות החוב (קרן וריבית). ההכנסות המשתנות מכסות את עלויות חומרי הגלם כגון ממברנות, כימיקלים וחשמל.
- היסטוריית ביצועים תפעוליים חזקים לאורך 19 שנים עם עמידה עקבית ביעדים וקנסות נמוכים ולעיתים אפסיים.
- צדדים לעסקה חזקים התומכים בהכנסות החברה. התשלומים מתקבלים מחברת מקורות (ilAAA/Negative), אך מדינת ישראל היא האחראית להם.
- חשיבותו הרבה של הפרויקט למדינה בשל מחסור במי שתייה טבעיים בישראל.

סיכונים

- ביטול מימון קרן הרזרבה לשירות החוב (DSRA) של הפרויקט, באמצעות ערבויות פיננסיות מצד הבעלים, הושלם באוקטובר 2024 עם התקרבות מועד הפירעון הסופי של החוב, מה שמגדיל את סיכון הנזילות במידה מסוימת. ה-DSRA עדיין מובטחת בערבויות חברה מצד בעלי המניות, אולם איננו מביאים ערבויות אלה בחשבון מכיוון שבעלי המניות מדורגים נמוך מדירוג החברה, או אינם מדורגים על ידי S&P.
- פוליסת הביטוח של הפרויקט למקרי מלחמה וטרור פקעה לאחרונה ולא חודשה. זאת להבנתנו משום שבשל המלחמה בעזה והעלייה בסיכונים הגיאופוליטיים והביטחוניים בישראל, חברות הביטוח אינן מוכנות להציע פוליסות כאלה או שהן דורשות פרמיות גבוהות מאוד. אומנם, הסיכונים הגיאופוליטיים בישראל עדיין גבוהים, אולם לאחרונה חלה התמתנות בעצימות הלחימה בגזרות השונות.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

מחלוקת המחירים עם המדינה הוכרעה סופית במסגרת הסכם פשרה סופי שנחתם ביולי 2024, תוך השפעה מינימלית על כושר החזר החוב הבכיר של הפרויקט. לאחר ניכויי התשלום בסך 20.4 מיליון ₪ שביצעה המדינה בשנת 2023 במסגרת מחלוקת זו, המשיכו הצדדים לנהל משא ומתן במהלך 2024, וביולי 2024 חתמו על הסכם פשרה סופי.

על פי הסכם זה, מלבד הניכויים שבוצעו בשנת 2023, המדינה תנכה תשלומים נוספים בסך כולל של כ-16.0 מיליון ₪ משמונה תשלומים דו-חודשיים (כ-2 מיליון ₪ בכל מועד), החל מהתשלום עבור החודשים ספטמבר-אוקטובר 2025 (אשר מתבצע בפועל בדצמבר 2025) ועד התשלום עבור החודשים נובמבר-דצמבר 2026. מכיוון שמועד הפירעון הסופי של החוב הבכיר חל באוקטובר 2025, ושב-2025 צפוי מרווח משמעותי ב-DSCR, אנו סבורים שלסכומי הניכויים הנמוכים השפעה זניחה על הדירוג.

מכיוון שהמחלוקת עם המדינה נפתרה תוך השפעה מינימלית על מצבו הפיננסי של הפרויקט אזי התמתן הסיכון הרגולטורי, מה שתומך בהעלאת הדירוג. עד להכרעת המחלוקת, נקודות החוזק המהותיות של הפרויקט, הכוללות בין היתר יחסי DSCR טובים, היעדר סיכון שוק ופרק זמן קצר עד למועד פירעון החוב המלא (כיום פחות משנה), קוזזו על ידי הסיכון לניכויי תשלום נוספים מצד המדינה. כעת הצטמצם סיכון זה לגמרי, ואנו סבורים שנתוני הפרויקט תומכים בפעולת דירוג חיובית.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו שהפרויקט יציג ביצועים תפעוליים ופיננסיים יציבים עד מועד הפירעון המלא של החוב באוקטובר 2025.

התרחיש החיובי

איננו צופים פעולת דירוג חיובית לפני הפירעון הסופי של החוב ב-2025.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית במידה ותחול התדרדרות תפעולית או פיננסית אשר תיפגע מהותית ביכולת הפרויקט לשרת את מלוא החוב עד אוקטובר 2025. כמו כן, תתכן פעולת דירוג שלילית במידה ונעריך כי אין כיסוי מספק להתחייבויות החברה כתוצאה מאירועים ביטחוניים, בין היתר, לאור היעדר פוליסת ביטוח למקרי מלחמה וטרור.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות הגבירה משמעותית את הסיכון לפגיעה נוספת באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל (ראו הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A' מ-'A+' עקב התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית, 1 באוקטובר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

עדכון ביצועים

זמינות המתקן גבוהה מהסף הנדרש. ב-2023 ובמחצית הראשונה של 2024 סיפק המפעיל 100% מהכמות המבוקשת על ידי המדינה. בתקופה זו לא נרשמה אף תקלה מהותית במתקן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ביקוש קבוע של 108 מלמ"ק לשנה מצד רשות המים מעתה והלאה.
- עלויות הפעלה, תחזוקה ואנרגיה - בהתאם להסכמים ארוכי הטווח שנחתמו.
- שיעורי אינפלציה חזויים בישראל: 2.8% ב-2025.
- ניכויים המהווים 0.1% מסך ההכנסות השנתיות.
- הפחתת הכנסות עקב המחלוקת עם המדינה - לפי הסכם הפשרה החתום.

יחסים עיקריים

- ADSCR מינימלי של 1.52x ב-2025

התרחיש השלילי

הנחות עיקריות

- ביקוש שנתי למים של 80 מלמ"ק.
- גידול של 10% בעלויות ההפעלה, התחזוקה והאנרגיה, ושל 5% בעלויות הכלליות, עד לסיום הזיכיון, ביחס לעלויות בתרחיש הבסיס.
- שיעור אינפלציה שנתי נמוך ב-1% מבתרחיש הבסיס.
- ניכויים המהווים 0.2% מסך ההכנסות השנתיות.

- הפחתת הכנסות עקב המחלוקת עם המדינה - לפי הסכם הפשרה החתום.

יחסים עיקריים

- ADSCR מינימלי של 1.16x ב-2025

נזילות

המימון של ה-DSRA פחת בהדרגה בשנים האחרונות ובוטל במלואו מאז אוקטובר 2024, כאשר הפרויקט מתקרב למועד הפירעון המלא שלו באוקטובר 2025. עם זאת, הוא עדיין מובטח במסגרת ערבויות בעלי המניות. אולם משום שדירוגם של בעלי המניות נמוך מדירוג החברה או שאינם מדורגים, אנו מתעלמים מערבויות החברה בניתוח שלנו ומעריכים כי ה-DSRA אינה ממומנת. בשל כך אנו מעריכים את נזילות הפרויקט כ"פחות מהולמת".

נדגיש גם כי אין לפרויקט קרן רזרבה לשיקום עמוק, אולם ההוצאות התפעוליות וההוניות של הפרויקט בשלב ההפעלה אינן תנודתיות והן מבוססות על הסכמים ארוכי טווח המכסים את כל תקופת ההלוואה.

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה (חוב בכיר)

- יציבות תפעולית של סוג הנכסים: 4
- הערכה עסקית לשלב ההפעלה: 4
- הערכת חוסן והשפעה בתרחיש השלילי: גבוהה (אין השפעה)
- השפעת DSCR חציוני: ניטרלית
- השפעת מבנה החוב: ניטרלית
- השפעת הנזילות: שלילית
- השפעת שינוי הערך העתידי: ניטרלית
- השפעת ניתוח הוליסטי: ניטרלית
- השפעת הגנה מבנית: ניטרלית
- השפעת מגבלת צדדים לעסקה: אין

קשר לחברת האם והשפעות חיצוניות (חוב בכיר)

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

פרופיל אשראי עצמאי לשלב ההפעלה

- אנו מעריכים מתקני התפלה באמצעות אוסמוזה הפוכה כבעלי ציון יציבות תפעולית של '4' (בסולם של 1 [הסיכון הנמוך ביותר] עד 12 [הסיכון הגבוה ביותר]). הערכה זו מתבססת על תפיסתנו את מורכבות המתקן ועל היעדר סיכון שוק משמעותי.
- פרופיל האשראי העצמאי (SACP - stand-alone credit profile) נגזר משילוב 'פרופיל האשראי העצמאי לשלב ההפעלה' עם יחסי כיסוי החוב 'ADSCR' המחושבים.

צדדים לעסקה לשלב ההפעלה

- רכישת המים מתבצעת על ידי מקורות חברת מים בע"מ (ilAAA/Negative), הנמצאת בבעלות מלאה של ממשלת ישראל. האחראית לתשלום לחברה היא ממשלת ישראל, באמצעות הסכם הזיכיון.
- קבלן ההפעלה והתחזוקה הוא חברה בת של אחד מבעלי המניות של הפרויקט (Veridis). עם זאת, בשל קיומם של מספר קבלנים חלופיים בתחום זה בשוק הישראלי, בשילוב עם העובדה שהקבלן העמיד לפרויקט ערבות ביצוע של חודשיים, אנו סבורים כי הפרויקט יוכל להחליף את קבלן ההפעלה והתחזוקה במידת הצורך, ולכן דירוג הקבלן אינו מגביל את דירוג הפרויקט.
- חשבונות הבנק של הפרויקט מנוהלים על ידי בנק לאומי לישראל בע"מ (ilAAA/Negative), שאנו מעריכים שניתן להחליפו ושאינו מגביל את דירוג הפרויקט..

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה להשקעות זמניות בחשבונות של עסקאות מדורגות, 31 במאי, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG), 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה: גורמי מפתח ענפיים לדירוג עסקאות למימון פרויקטים, 14 בדצמבר, 2022
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024

רשימת דירוגים

וי.אייי.די. חברה להתפלה בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	NR	07/08/2002	
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
התחייבויות לזמן ארוך למוסדות הפיננסיים	ilAA+\Stable	07/08/2002	30/01/2024
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 31, 2013	NR		
פברואר 12, 2008	ilAA-\Stable		
אוגוסט 07, 2002	ilAA-		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	20/01/2025 14:05
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	20/01/2025 14:05
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.