Maalot
S&P Global Ratings

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

23 ביוני 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

רותי רוזנצויג 972-3-7539750 ruthy.rozentzvige@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 2
התרחיש החיובי 2
התרחיש השלילי 2
שיקולים עיקריים לדירוג 2
מסגרת מוסדית תומכת והנהלה מקצועית ומנוסה ימשיכו לתמוך בביצוע הפרויקטים ובהתרחבות איגודן 3
לאיגודן הנהלה מקצועית ובעלת ניסיון רב שנים. 3
למרות עודפים תפעוליים שוטפים, היקף גדול של הוצאות פיתוח יוביל לגירעונות גבוהים לאחר השקעות 4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
מאמרים נוספים 6
רשימת דירוגים 6

תמצית

- אנו צופים כי איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן"), איגוד הערים לביוב הגדול בישראל, ימשיך לרשום עודפים תפעוליים גבוהים, בהינתן מסגרת מוסדית תומכת שמקנה לו תעריף מפוקח עבור שירותיו.
- למרות התגברות הסיכונים הגיאופוליטיים והמקרו-כלכליים בעקבות המלחמה, איגודן ממשיך ביישום תוכנית השקעות רחבה שבגינה הוא רושם היקף הוצאות פיתוח גבוה אשר יוביל לגירעונות גבוהים לאחר השקעות בשנים הקרובות.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA+' של איגודן.
- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו שהביצועים התפעוליים של איגודן יישארו איתנים הודות להכנסות שוטפות יציבות ועמידות שיתמכו בביצוע תוכנית ההשקעות.

פעולת הדירוג

ב-23 ביוני 2025 אשררה S&P מעלות את דירוג האשראי של איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות סביבה, 'ilAA+'. התחזית יציבה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שאיגודן ימשיך להתנהל באופן שמרני וזהיר לגבי הוצאות הפיתוח, על אף היקף גדול של השקעות פיתוח. איגודן ימשיך ליטול מימון לטווח ארוך למימון הפרויקטים שבביצוע, ואנו צופים כי ימשיך לשמור על עמדת נזילות הולמת. התחזית היציבה משקפת גם את הערכתנו שהביצועים התפעוליים יישארו איתנים הודות להכנסות שוטפות יציבות ועמידות שיתמכו בביצוע תוכנית ההשקעה.

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם תפחת אי הוודאות הגיאופוליטית והמקרו-כלכלית בישראל, וההשפעה של האירועים הביטחוניים האחרונים על ביצוע תוכנית ההשקעות והיכולת לשמור על איזון תקציבי.

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 משקף את המסגרת המוסדית התומכת, ביצועים תפעוליים איתנים והנהלה מקצועית ומנוסה, שיתמכו בביצוע הפרויקטים.

מסגרת מוסדית תומכת והנהלה מקצועית ומנוסה ימשיכו לתמוך בביצוע הפרויקטים ובהתרחבות איגודן.
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 אלו מתוכננים לרוב תחילה על ידי איגודי הערים, הן הנדסית והן כלכלית, ומבוצעים רק לאחר שאושרו בידי הרגולטור ולאחר שהתעריף הותאם לכיסוי הצרכים.

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-57,100 דולר ב-2025. אנו סבורים כי ההתפתחויות הכלכליות בערים שאותן משרת איגודן ישקפו בממוצע את אלו של הכלכלה הארצית. אנו משתמשים בפרופיל הכלכלי של העיריות החברות באיגודן, הכוללות עיריות חזקות כולל תל אביב-יפו, כאמת מידה לפרופיל הכלכלי של איגודן. הרצליה צפויה להצטרף לשירותי איגודן, אך חיבורה יושלם רק ב-2028. 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. נציין כי לאור השינוי של הכללים מרשויות שבהסכם לרשויות תחת רגולציה, הסיכון הנמוך ממילא שהיה קיים בעבר כבר איננו קיים יותר. העיריות 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.

לאיגודן הנהלה מקצועית ובעלת ניסיון רב שנים.
אנו מעריכים כי ההנהלה הפיננסית המקצועית של איגודן זהירה ובעלת ניסיון רב שנים, ופועלת לתכנון פיננסי רב שנתי, כולל הוצאות פיתוח ונטילת הלוואות. אנו צופים כי איחוד התעריפים שאושר לאחרונה מחזק את מעמדו של איגודן, שכן הוא מסדיר את פעילותה מול כלל הרשויות מולן פועלת החברה תחת פקודת איגוד ערים. בעבר איגודן היה כפוף להסכמים זמניים מול רשויות מקומיות שלא נמנו על המייסדות. איחוד התעריפים משפר את הנראות לגבי ההכנסות ויאפשר לאיגודן ניהול טוב יותר של שירותים ותנאי תשלום.

הצוות הפיננסי של איגודן מנוסה, זהיר ויציב לאורך זמן. העיריות החברות 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. אנו סבורים כי לאיגודן יכולת טובה לניהול הנזילות ונטל החוב.

למרות עודפים תפעוליים שוטפים, היקף גדול של הוצאות פיתוח יוביל לגירעונות גבוהים לאחר השקעות. אנו ממשיכים לחזות כי בשנים הקרובות העודף התפעולי של איגודן יישאר גבוה, מעל 45% מההכנסות השוטפות המתואמות, באופן שיספיק לממן חלקית את תוכניות ההשקעה שלו. מתעריף המים שקובעת רשות המים מופרש חלק קבוע, שמהווה למעשה את ההכנסות התפעוליות של איגודן, הצמודות למדד המחירים לצרכן. התעריף האחיד שאושר לאחרונה, המחושב על פי ממוצע התעריפים של העיריות החברות והלא חברות באיגוד, צפוי להניב הכנסות שוטפות גבוהות יותר החל משנת 2025, ולהערכתנו גידול בהיקף השירותים יגדיל אף הוא את הכנסות איגודן. כמו כן, התעריף האחיד יאפשר לאיגודן ניהול טוב יותר של שירותים, תנאי תשלום זהים, שיטת חישוב אחידה ונראות גבוה לגבי ההכנסות. על מנת לתמוך בתוכנית ההשקעות של איגודן, רשות המים קיבעה את התעריף ב-2022 באופן כזה שהוא יכסה את עלויות התפעול וההון הנוכחיות והעתידיות.

לאורך טווח התחזית, 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 יותר מעשור, ועתידה לייצר בשנה הקרובה גירעון של כ-35% לאחר תקציב השקעות, שילך ויצטמצם עד כ-22% ב-2030. להערכתנו הכנסות מפרויקטים שהושלמו, כגון פרויקט חיבור קו הרצליה, יגדילו את ההכנסות התפעוליות וימתנו את צורכי החוב בשנים 2027-2028.

הגירעונות לאחר תקציב השקעות (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 בשנת 2027 ויעמוד על כ-380% מסך ההכנסות התפעוליות המתואמות, לעומת כ-356% בשנת 2025, וכי תוכנית ההשקעות תושלם ככל הנראה בין השנים 2028 ו-2029. 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 2025 כ-570 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 ב-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.

נציין כי בשלב זה קיימת אי ודאות לגבי היקף המלחמה עם איראן, משכה והשלכותיה, וכן לגבי המשך הלחימה בעזה. החמרת המצב הביטחוני הגדילה משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ולהגברת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל ייחלשו (ראו אשרור דירוגי מדינת ישראל, 'A/A-1' התחזית נותרה שלילית, 9 במאי 2025). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

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).

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – מדדים פיננסיים (מיליון ₪)

שנה	2023	2024	2025bc	2026bc	2027bc
הכנסות תפעוליות	522	556	582	611	646
הוצאות תפעוליות	242	289	311	333	346
יתרה תפעולית	280	266	271	279	300
יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות)	53.68	47.94	46.52	45.59	46.41
הכנסות הון	120	44	50	65	70
הוצאות הון	519	514	545	550	530
יתרה אחרי תקציב הון	(119)	(204)	(224)	(206)	(160)
יתרה אחרי תקציב הון (% מסך ההכנסות)	(18.51)	(33.99)	(35.53)	(30.51)	(22.35)
חוב נפרע	80	84	85	90	122
אשראי ברוטו נוסף	0	0	0	0	0
יתרה אחרי אשראי נוסף	(134)	(17)	25	14	(7)
עומס חוב ישיר (נכון לסוף השנה)	1,582	1,821	2,071	2,291	2,444
עומס חוב ישיר (% מההכנסות התפעוליות)	302.82	327.80	356.00	374.71	378.12
עומס חוב נתמך רשות (נכון לסוף השנה)	1,582	1,821	2,071	2,291	2,444
עומס חוב נתמך רשות (% מההכנסות התפעוליות המאוחדות)	302.82	327.80	356.00	374.71	378.12
ריבית (% מההכנסות התפעוליות)	7.67	7.89	8.70	9.27	8.79
תמ"ג לנפש (ארצי) (₪)	192,814	201,199	209,673	218,704	227,463

הנתונים והיחסים שלעיל הם תוצאה, בין השאר, של חישובים שנעשו על ידי S&P Global Ratings, הנשענים על מקורות מקומיים וגלובליים, ומשקפים את הערכתה העצמאית של S&P Global Ratings לגבי רמת העדכון, הכיסוי, הדיוק, האמינות והשמישות של המידע הנגיש. המקורות המרכזיים הם דוחות כספיים

ותקציבים, כפי שסופקו על ידי המנפיק. bc – תרחיש הבסיס, משקף את התחזית של S&P Global Ratings לגבי התרחיש הסביר 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
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

מאמרים נוספים

- אשרור דירוגי מדינת ישראל, 'A/A-1', התחזית נותרה שלילית, 9 במאי, 2025
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 27 בינואר, 2025

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	18/06/2024
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	23/06/2025 13:44
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	23/06/2025 13:44
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.