Maalot
S&P Global Ratings

# איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

**21 ביוני 2026**

## 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 חזקה ופיקוח רגולטורי תומך ..... 3
תוכנית השקעות רחבת היקף הנתמכת בהעלאות תעריפים הדרגתיות ..... 4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים ..... 5
מאמרים נוספים ..... 5
רשימת דירוגים ..... 6

## תמצית

- איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן"), איגוד הערים לביוב הגדול בישראל, ממשיך לשמור על מעמדו האסטרטגי כחברת טיהור השפכים הגדולה ביותר בישראל, המספקת שירות ציבורי חיוני עם רקורד תפעולי חזק.
- מנגנון התאמת תעריפים מאפשר לאיגודן לממן את תוכנית השקעות שלו תוך שמירה על רווחיות תפעולית חזקה.
- תוכנית ההשקעות ארוכת הטווח איגודן 2060, צפויה להגדיל משמעותית את קיבולת מכון השפכים של איגודן (השפד"ן) ולתמוך בצמיחה בהכנסות לאורך זמן.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA+' של איגודן. תחזית הדירוג יציבה.

## פעולת הדירוג

ב-21 ביוני 2026 אשררה S&P מעלות את דירוג האשראי של איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות סביבה, 'ilAA+'. התחזית יציבה.

## תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את ציפייתנו כי איגודן ימשיך ליהנות מרגולציה תומכת והתאמת תעריפים, שיאפשרו לו להמשיך ולבצע את תוכנית ההשקעות ולשמור על ביצועים תפעוליים חזקים ונזילות הולמת, למרות צפי להמשך גידול בחוב.

**התרחיש החיובי**

נשקול פעולת דירוג חיובית אם איגודן ימשיך לצמוח ולחזק את מעמדו כאיגוד טיהור השפכים הגדול בישראל ולהציג ביצועים תפעוליים חזקים. פעולת דירוג חיובית תלויה בשיפור הנראות של תוכנית ההשקעות ארוכת הטווח והתייצבות בגירעונות לאחר חשבונות הפיתוח.

**התרחיש השלילי**

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול היחלשות בביצועים התפעוליים והביצועים התקציביים, שחיקה מהותית בפרופיל הנזילות וגידול בחוב מעבר לציפיותינו הנוכחיות.

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג משקף את הפרופיל העסקי החזק של איגודן, הנתמך בתפקידו האסטרטגי כאיגוד טיהור השפכים הגדול בישראל, במסגרת רגולטורית תומכת המאפשרת החזר עלויות השקעה באמצעות התאמת תעריפים, ונראות טובה של הכנסות עתידיות הודות להרחבת מכון השפד"ן במסגרת תוכנית הפיתוח איגודן 2060.

למרות שהמינוף של איגודן צפוי לעלות בשנים הקרובות על רקע היקף השקעות גבוה, אנו סבורים שהסיכונים ממותנים על ידי אופיים החיוני של שירותי האיגוד, ביקוש קשיח ומנגנוני רגולציה התומכים ביצירת תזרים מזומנים.

**מסגרת מוסדית חזקה ופיקוח רגולטורי תומך**

אנו מעריכים את המסגרת המוסדית של איגודי ביוב עירוניים בישראל כיציבה. בעוד שרשויות מקומיות משמשות כחברות ומייצגות אותן בדירקטוריונים של האיגודים, הפיקוח האסטרטגי, הפיננסי והתפעולי מרוכז תחת רשות המים של ישראל. פיקוח רגולטורי זה מבטיח כי הרשויות המקומיות אינן נושאות באחריות ישירה להתחייבויות הפיננסיות של האיגודים או לדרישות המימון הפוטנציאליות שלהם. רשות המים מקיימת פיקוח מחמיר על ידי חובת אישור לכל התקציבים, נטילת החוב ותוכניות ההשקעה; יתר על כן, הרגולטור קובע תעריפים, המחושבים כך שייקחו בחשבון סעיפי הוצאות חיוניים, כולל שירות חוב שנתי. מערכת ניטור קפדנית זו משלימה גילוי פומבי של דוחות כספיים באתר האינטרנט של הרגולטור, המספק רמה גבוהה של יכולת חיזוי, ומקל על תכנון פיננסי ארוך טווח מפורט. האיגודים מדווחים לעתים קרובות על גירעונות משמעותיים לאחר חשבונות הפיתוח, אך גירעונות אלה תואמים את אופי הפעילות הממוקד בהשקעות ועולים בקנה אחד עם ביצוע תוכניות רב-שנתיות לפיתוח תשתיות.

פרופיל האשראי של איגודן נתמך גם בסביבה המקרו-כלכלית החזקה של ישראל, המאופיינת בתמ"ג גבוה לנפש שעולה על 68,700 דולר בשנת 2025. אנו סבורים כי ההתפתחויות הכלכליות בערים שאותן משרת איגודן ישקפו בממוצע את אלו של הכלכלה הארצית. הפרופיל הכלכלי של העיריות החברות באיגודן, הכוללות עיריות חזקות וביניהן תל אביב-יפו, משמש כאמת מידה לפרופיל הכלכלי של איגודן. יתר על כן, התוספת של העיר הרצליה לשירותי איגודן, צפויה להיות משולבת במלואה עד 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. בנוסף, איגודן שומר על מודל הכנסות יציב עם חשיפה מינימלית לתנודתיות ולסיכוני גביית הכנסות, מכיוון שההכנסות הקשורות לתעריפים נגבות מספקי מים עירוניים, ללא קשר לשיעורי הגבייה שלהם, ולא ישירות מצרכני השירות.

צוות הניהול הפיננסי של איגודן מנוסה מאוד וזהיר. העיריות החברות מיוצגות בדרך כלל בדירקטוריון האיגוד, אך חלוקת התפקידים ותחומי האחריות בין נציגיהן לבין הדרג המקצועי ברורה ושיתוף הפעולה טוב. תקציבים שנתיים מאושרים יחסית בקלות 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 בניהול הנזילות ונטל החוב.

**תוכנית השקעות רחבת היקף הנתמכת בהעלאות תעריפים הדרגתיות**

אנו צופים כי בשנים הקרובות העודף התפעולי של איגודן יישאר גבוה, מעל 51% 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. יישום מבנה תעריף אחיד, המחושב על פי ממוצע התעריפים של העיריות החברות והלא חברות באיגוד, צפוי להניב הכנסות שוטפות גבוהות יותר בשנת 2026, ולהערכתנו יוביל לצמיחה בשנים הקרובות. כמו כן, התעריף האחיד יאפשר לאיגודן ניהול טוב יותר של שירותים, תנאי תשלום זהים, שיטת חישוב אחידה ונראות גבוהה לגבי ההכנסות. על מנת לתמוך בתוכנית ההשקעות של איגודן, רשות המים קיבעה את התעריף ב-2025 כך שיכסה את עלויות התפעול והפיתוח הנוכחיות והעתידיות.

לאורך טווח התחזית, אנו צופים כי איגודן ימשיך לבצע את תוכנית ההשקעות שלו, במסגרת איגודן 2060. מסגרת זו היא המשך ישיר של תוכנית איגודן 2040, ומטרתה להתמודד עם שינויים מבניים בדמוגרפיה ובדפוסי הצריכה בישראל, ובפרט מתן מענה לצמיחה גבוהה מהצפוי בצריכת המים, המונעת על ידי בנייה מוגברת במרכז הארץ. התוכנית כוללת פרויקטים בהיקף של כ-11.7 מיליארד ₪ עד שנת 2051, מתוכם 2.4 מיליארד ₪ להמשך השקעה בתוכנית איגודן 2040, כ-8.8 מיליארד ₪ לתוכנית איגודן 2060 והיתר להשקעות שוטפות. הפרויקטים המרכזיים מתמקדים בהובלה, בהרחבת כושר טיהור שפכים וטיפול בשאריות בוצה. בעוד שדרישות אינטנסיביות אלו צפויות לייצר גירעונות לאחר חשבונות פיתוח בשיעור גבוה של כ-33% מסך ההכנסות השוטפות המתואמות ב-2026, אנו צופים שגירעונות אלו יתמתנו בהדרגה לכ-24% עד 2028. יתר על כן, אנו מעריכים כי השלמת פרויקטים גדולים, כולל שילוב קו הרצליה ברשת השירותים של איגודן, צפויה להגדיל את ההכנסות ולהפחית את הצורך בנטילת חוב ב-2028-2029.

גירעונות לאחר חשבונות פיתוח, הנובעים מהיקפי השקעות גבוהים, ימומנו באמצעות ניצול מסגרות אשראי. כתוצאה מכך אנו צופים כי החוב של איגודן ימשיך לגדול ויסתכם בכ-2.6 מיליארד ₪ בסוף 2026 לעומת כ-2.1 מיליארד ₪ בסוף 2025. נטל החוב יגיע לשיא של 370% מההכנסות התפעוליות המתואמות בשנת 2026 (לעומת כ-328% בשנת 2024). החוב הנוכחי של איגודן כולל רק התחייבויות ארוכות טווח במטבע מקומי. רוב החוב צמוד למדד המחירים לצרכן, אך מנגד ההכנסות צמודות גם הן למדד, מה שמצמצם את ההשפעה על היחסים הפיננסיים.

אנו מעריכים את פרופיל הנזילות של איגודן כחזק, בהינתן שני קווי אשראי חתומים ל-30 שנה בסך 1.3 מיליארד ₪ כל אחד, מהם נמשכו כ-42% נכון למאי 2026. אנו מעריכים כי מזומנים פנויים בתוספת קווי אשראי זמינים יכסו את צורכי שירות החוב של איגודן בשנים הקרובות ויאפשר לו לעמוד בהתניותיו הפיננסיות.

| 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** | **2024** | **2025** | **2026bc** | **2027bc** | **2028bc** |
| הכנסות תפעוליות | 556 | 649 | 696 | 827 | 918 |
| הוצאות תפעוליות | 289 | 325 | 344 | 407 | 445 |
| יתרה תפעולית | 266 | 323 | 352 | 420 | 474 |
| יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות) | 47.94 | 49.84 | 50.62 | 50.80 | 51.58 |
| הכנסות הון | 44 | 39 | 50 | 55 | 60 |
| הוצאות הון | 514 | 658 | 650 | 745 | 765 |
| יתרה אחרי תקציב הון | (204) | (295) | (248) | (270) | (231) |
| יתרה אחרי תקציב הון (% מסך ההכנסות) | (33.99) | (42.85) | (33.17) | (30.60) | (23.66) |
| חוב נפרע | 84 | 91 | 90 | 128 | 129 |
| אשראי ברוטו נוסף | 270 | 350 | 540 | 440 | 400 |
| יתרה אחרי אשראי נוסף | (17) | (36) | 202 | 42 | 40 |
| עומס חוב ישיר (נכון לסוף השנה) | 1,821 | 2,124 | 2,574 | 2,886 | 3,157 |
| עומס חוב ישיר (% מההכנסות התפעוליות) | 327.80 | 327.42 | 369.65 | 348.95 | 343.84 |
| עומס חוב נתמך רשות (נכון לסוף השנה) | 1,821 | 2,124 | 2,574 | 2,886 | 3,157 |
| עומס חוב נתמך רשות (% מההכנסות התפעוליות המאוחדות) | 327.80 | 327.42 | 369.65 | 348.95 | 343.84 |
| ריבית (% מההכנסות התפעוליות) | 7.89 | 8.67 | 7.93 | 7.92 | 8.23 |
| תמ"ג לנפש (ארצי) (₪) | 200,873 | 208,574 | 216,099 | 228,849 | 236,859 |

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

- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

## מאמרים נוספים

- אשרור דירוג מדינת ישראל, 'A/A-1', התחזית יציבה, 8 במאי, 2026
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 26 בפברואר, 2026

## 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 | 23/06/2025 |
| **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 | 21/06/2026 16:02 |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 21/06/2026 16:02 |
| 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.