Maalot
S&P Global Ratings

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

12 במרץ, 2019

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

אנליסט אשראי ראשי:

נועה פוקס, פרנקפורט, 49-69-33999110 noa.fux@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איתי רפל, רמת גן, 972-3-7539718 etai.rappel@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
תחזית הדירוג 2
התרחיש השלילי 2
התרחיש החיובי 2
שיקולים עיקריים לדירוג 2
שיפור בכלכלה הישראלית ומסגרת מוסדית יציבה שמבטיחה כיסוי צרכים עתידיים 3
שלב ההשקעות הבא יוביל לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב יוצאות דופן 3
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 6
מאמרים נוספים 6

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+' והתחזית היציבה

תמצית

- איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה ("איגודן") מתקדם בשלב ההשקעות הבא שלו, שצפוי לצבור תאוצה בטווח התחזית ומטרתו העיקרית היא להגדיל משמעותית את קיבולת מכון הטיהור.
- אנו צופים כי איגודן ימשיך לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים, שיחד עם צבירת חוב נוסף יממנו את תכנית ההשקעות.
- אנו מאשררים את דירוג 'ilAA+' של איגודן. תחזית הדירוג יציבה.

פעולת הדירוג

ב-12 במרץ, 2019, אשררה S&P מעלות את הדירוג 'ilAA+' של איגודן איגוד ערים דן לתשתיות איכות סביבה. תחזית הדירוג יציבה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי איגודן ימשיך לנהל בשמרנות את תכנית ההשקעות שלו, תוך הבטחת המימון לשלב ההשקעות הבא מבעוד מועד, וכך ישמור על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם איגודן לא יצליח להבטיח מימון להשקעותיו הקרובות, ולא יתאים לכך את עיתוי ההשקעות הללו. בתרחיש זה עשויה לחול הרעה בנזילות של איגודן, שתשתקף בירידה מבנית של יחס כיסוי החוב אל מתחת ל-80%, או בחזרה לשימוש בחוב זמן קצר למימון פרויקטי השקעה.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם איגודן יציג שיפור מבני בביצועים התקציביים או אם תהיה נראות טובה יותר של מקורות המימון החיצוניים העתידיים, אשר תשפר את הערכת הנזילות שלנו.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של איגודן מבוסס על הכלכלה הישראלית החזקה מאד ועל המסגרת המוסדית המתפתחת אך מאוזנת שבה פועלים איגודי הערים בתחום הביוב בישראל. הערכת מסגרת זו משקפת את המחויבות הגבוהה לכך שהתעריף שנקבע מראש יכסה את כל ההוצאות, לרבות צורכי מימון. אנו מביאים בחשבון בדירוג גם את הניהול הפיננסי של איגודן, שאנו מעריכים אותו כהולם, ואת הערכת הנזילות ההולמת, המשקפת בין השאר צורכי מימון עתידיים גבוהים שעדיין לא מכוסים במלואם במימון מובטח. הדירוג עדיין מוגבל על ידי גירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון, שימשיכו להוביל לרמות חוב גבוהות.

שיפור בכלכלה הישראלית ומסגרת מוסדית יציבה שמבטיחה כיסוי צרכים עתידיים

אנו רואים את המסגרת המוסדית של איגודי הערים בתחום הביוב בישראל, בה פועל איגודן, כמתפתחת אך מאוזנת. עיריות החברות באיגודים מיוצגות בדירקטוריונים שלהם. עם זאת, האסטרטגיה והפעילות הפיננסית והתפעולית של איגודי ערים לביוב מוגדרים על ידי הרגולטור, רשות המים. רשות המים מאשרת את תקציבי האיגודים, את נטילת החוב ואת תכניות ההשקעה שלהם וקובעת את התעריפים המכסים את הוצאותיהם, כולל שירות החוב השנתי. רשות המים מנטרת בקפידה את האיגודים, ומפרסמת את הדוחות הכספיים שלהם באתר האינטרנט שלה. מסגרת זו מעניקה לאיגודים נראות טובה של הביצועים הפיננסיים, שמשתקפת לרוב בתכנון פיננסי מפורט לטווח ארוך, הן בתקציב השוטף והן בתקציב ההון. פרויקטים גדולים יוצרים גירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון המכוסים לרוב באמצעות חוב.

הניהול הפיננסי של איגודן כולל תכנון פיננסי ארוך-טווח מפורט ושמרני למדי, לדעתנו, הן בתקציב התפעולי והן בתקציב ההון. אין כמעט חריגות מהתכנון הפיננסי של התקציב התפעולי, אך גורמים חיצוניים או בלתי צפויים גוררים מעת לעת התאמות של תקציב ההון. אנו סבורים כי הגירעונות הגבוהים לאחר תקציב ההון של איגודן משקפים בעיקר את אופי הפעילות מוטה ההשקעות שלו, והם תוצאה של תכניות ההשקעה הרב-שנתיות בתשתיות.

אנו מעריכים כי איגודן נהנה מהכלכלה האיתנה בגוש דן, האזור שבו הוא פועל, הדומה לכלכלה הישראלית בכללותה. כיוון שנתון התוצר הגולמי לנפש אינו מחושב עבור רשויות מקומיות או אזורים בישראל, הערכתנו מבוססת על נתון התוצר לנפש בישראל, אשר עמד בממוצע על קרוב ל-40,000 דולר בשנים 2016-2018. נציין כי הכלכלה האיתנה אינה תומכת ישירות בביצועים הפיננסיים של איגודן, שכן הרשויות המקומיות, או תאגידי המים שלהן, מחויבים להעביר את התעריפים הקבועים מראש לאיגודן.

שלב ההשקעות הבא יוביל לגירעונות גבוהים לאחר תקציב ההון ולרמות חוב יוצאות דופן

בטווח התחזית שלנו אנו צופים שאיגודן יתחיל בביצוע תכנית ההשקעות הגדולה שלו, הכוללת שני פרויקטים עיקריים. הראשון צפוי להגדיל באופן משמעותי את קיבולת מכון טיהור השפכים, והשני יאפשר טיפול מלא בשאריות הבוצה. כמו בפרויקטים קודמים, התעריף הקבוע מראש כבר עודכן ב-2017-2018 על מנת שיכלול את צורכי ההשקעה הנוספים והגבייה המוקדמת של הכנסות, שאנו לוקחים בחשבון באיחוד נתוני איגודן וחברת הבת שלו – מי אזור דן. נציין כי על התעריפים בהגדרתם לכסות את העלויות, ולפיכך הם כוללים הן את הוצאות התפעול והן את הוצאות התשתית על בסיס שנתי ב-20 השנים הבאות, כמו גם את שירות החוב השנתי וההתניות הפיננסיות.

אופי הפעילות והמימון של איגודן יאפשרו לו לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים, שיופנו למימון חלק מתכנית הפיתוח. התוצאות הפיננסיות של איגודן ב-2017-2018 היו טובות מהמצופה, בעיקר בשל עיכובים בתהליכי האישור של ההשקעות שנבעו מגורמים חיצוניים. אולם בטווח הבינוני אנו צופים שעם ביצועם של הפרויקטים

ימשיך האיגוד לפעול עם גירעון גבוה לאחר ההוצאות בתקציב ההון. גירעונות אלו יכוסו על ידי המשך הגידול בחוב, שאנו צופים שיגיע לכ-300% מההכנסות התפעוליות ב-2021, וגודלו ימשיך להוות גורם מרסן לדירוג האשראי של איגודן. מבנה החוב של איגודן כולל כיום רק חוב לזמן ארוך, מדיניות שההנהלה הפיננסית מחויבת לשמר בעתיד, להבנתנו.

מאפייני הפעילות של איגודן כוללים לדעתנו גם גמישות תקציבית מוגבלת. מחד, צד ההכנסות אינו מאפשר שום גמישות בשל התעריפים הקבועים מראש, ומאידך, יש לאיגודן תכניות נרחבות להשקעה בתשתיות שאינן מותירות מרחב תמרון לצמצום ההוצאות.

העיכובים ביישום תכנית ההשקעות שציינו לעיל, יחד עם הגידול שכבר יושם בתעריפים, שיפרו באופן זמני את הנזילות של איגודן, ויתרת המזומנים הנוכחית לבדה מכסה כעת יותר מ-100% משירות החוב ב-12 החודשים הקרובים. בחישוב זה אנו מביאים בחשבון מזומנים ושווי מזומנים בהיקף ממוצע של כ-128 מיליון ₪ ב-12 החודשים האחרונים המותאמים לתרחיש הבסיס שלנו בשנה הקרובה, לעומת שירות חוב של כ-91 מיליון ₪. אנו סבורים כי בשנתיים-שלוש הקרובות ישתמש איגודן בהדרגה במזומנים שנצברו למימון תכנית הפיתוח, ושיחס כיסוי החוב יתבסס יותר על מסגרות האשראי החתומות.

בסוף 2018 עמדו לרשות איגודן מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בהיקף של כ-350 מיליון ₪. אנו מניחים שאלו יספיקו למימון רוב צורכי ההשקעות של האיגוד עד סוף 2020, אך משקללים לשלילה בהערכת הנזילות שלנו את העובדה שאיגודן עוד לא הבטיח מימון לכל צרכיו העתידיים.

מנגד, אנו רואים לטובה את המודל העסקי של איגודן, אשר מאופיין להערכתנו בייצור איתן של תזרים מזומנים באמצעות זרמי הכנסות קבועים – תעריפי הביוב. כך, לפי תרחיש הבסיס שלנו, העודף התפעולי של איגודן ללא הוצאות ריבית הוא איתן מאד ומסתכם ליותר מפעמיים שירות החוב של האיגוד, הכולל תשלומי קרן וריבית.

אנו מעריכים כי יש לאיגודן גישה מספקת למקורות נזילות חיצוניים, הן עקב הערכתנו שהסקטור הבנקאי בישראל מסוגל להעניק לו אשראי מספק, והן עקב ניסיון העבר המוכח של האיגוד בלקיחת חוב מבנקים שונים. אנו מקצים ציון BICRA (Banking Industry Country Risk Assessment) של "4" למגזר הבנקאי המקומי הישראלי. למידע נוסף על מגזר הבנקאות בישראל, ראו את הסקירה הענפית הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל שפורסמה ב-26 בנובמבר, 2018.

ההתחייבויות התלויות של איגודן נמוכות מאד להערכתנו, שכן הן כוללות רק תביעות משפטיות בהיקף נמוך. מלבד מי אזור דן, שאת נתוניה הפיננסיים איחדנו באופן מלא לתוך תוצאות איגודן לצורך הניתוח, אין לאיגודן חברות בת אחרות. מי אזור דן היא חברת הבת של איגודן, ואחראית על הפעלת מתקן שפד"ן ועל הטיפול בבוצה בגוש דן.

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – סיכום ציונים של גורמי דירוג	
גורם דירוג	**ציון**
מסגרת מוסדית	מתפתחת אך מאוזנת
כלכלה	חזקה מאד
ניהול פיננסי	הולם
גמישות תקציבית	חלשה מאד
ביצועים תקציביים	חלשים
נזילות	הולמת
נטל חוב	גבוה מאד
התחייבויות תלויות	נמוכות מאד

הדירוגים ש- S&P Global Ratings מעניקה לרשויות המקומיות מבוססים על שמונה גורמי דירוג מרכזיים המפורטים בטבלה שלעיל. פרק A של מאמר המתודולוגיה " Methodology For Rating Non-U.S. Local And Regional Governments", מה-30 ביוני, 2014, מסכם את הדרך שבה משמשים שמונת הגורמים יחדיו בקביעת דירוג המטבע הזר של הרשות המקומית.

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה – מדדים פיננסיים (מיליון ₪)					
שנה	**2017**	**2018E**	**2019bc**	**2020bc**	**2021bc**
הכנסות תפעוליות	389	429	431	436	440
הוצאות תפעוליות	213	203	231	238	249
יתרה תפעולית	176	226	200	198	191
יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות)	45.3	52.6	46.3	45.4	43.3
הכנסות הון	0	0	0	0	0
הוצאות הון	163	123	290	423	360
יתרה אחרי תקציב בלתי רגיל	13	102	-90	-225	-169
יתרה אחרי תקציב בלתי רגיל (% מתוך סה"כ הכנסות)	3.5	23.9	(21.0)	(51.7)	(38.5)
חוב נפרע	44	53	55	74	67
אשראי ברוטו נוסף	50	0	80	280	230
יתרה אחרי אשראי נוסף	20	49	-66	-19	-6
הכנסות ניתנות לשינוי (% מהכנסות תפעוליות)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
הוצאות הון (% מתוך סה"כ הוצאות)	43.3	37.8	55.6	64.0	59.1
חוב נתמך רשות (יתרה בסוף השנה)	974	931	956	1,162	1,325
עומס חוב נתמך רשות (% מהכנסות תפעוליות מאוחדות)	250.4	217.1	221.8	266.5	301.1
ריבית (% מהכנסות תפעוליות)	7.2	7.7	8.4	9.1	10.5
תמ"ג לנפש (ארצי) (₪)	145,939	148,688	153,747	159,365	164,950

E – צפוי. bc – תרחיש בסיס.

הנתונים והיחסים שלעיל הם תוצאה, בין השאר, של חישובים שנעשו על ידי S&P Global Ratings, 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. תרחיש הבסיס משקף את התחזית של S&P Global Ratings לגבי התרחיש הסביר ביותר. התרחיש השלילי משקף חלק

מההיבטים של תרחישים שעשויים להוביל להורדת הדירוג. התרחיש החיובי משקף חלק מההיבטים של תרחישים שעשויים להוביל להעלאת דירוג.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לניתוח הנזילות של רשויות מקומיות ושל ישויות קשורות, 15 באוקטובר, 2009
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות, 30 ביוני, 2014
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

מאמרים נוספים

- דוח דירוג מדינת ישראל, 3 באוגוסט, 2018
- הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל, 26 בנובמבר, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-12 במרץ, 2019)	
איגודן לתשתיות איכות הסביבה	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilAA+\Stable
דירוג(י) הנפקה	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
פברואר 28, 2017	ilAA+\Stable
מרץ 22, 2016	ilAA\Positive
אפריל 17, 2013	ilAA\Stable
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	14:06 12/03/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:06 12/03/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.