Maalot
S&P Global Ratings

איגודן – איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

5 במרץ, 2018

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

נועה פוקס, 972-3-7539728 noa.fux@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

תחזית הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית יציבה

תמצית

- איגוד הערים איגודן מתקדם בתכנון שלב ההשקעות הבא שלו, אשר צפוי להגדיל משמעותית את קיבולת מכון הטיהור.
- אנו סבורים כי איגודן ימשיך לשמור על עודפים תפעוליים גבוהים בהינתן עליית התעריפים ב-2017/18, אשר תתמוך במימון תכנית ההשקעות יחד עם צבירת חוב נוסף.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA+' של איגודן.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו שאיגודן יבטיח את המימון להשקעותיו מבעוד מועד, ובכך ישמור על עמדת הנזילות שלו.

פעולת הדירוג

ב-5 במרץ, 2018, אשררה S&P מעלות את הדירוג 'ilAA+' של איגודן איגוד ערים 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 עמדת הנזילות.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם איגודן לא יצליח להבטיח מימון להשקעותיו הקרובות, ולא ישנה את עיתוי ההשקעות הללו בהתאם לכך. להערכתנו, תחת תרחיש זה ישנה סבירות גבוהה להתדרדרות בעמדת הנזילות של איגודן, שעשויה להוביל לירידה ביחס כיסוי החוב המבני אל מתחת ל-80%. נראה לשלילה גם כל החלטה לחזור להשתמש בחוב לזמן קצר למימון פרויקטים.

התרחיש החיובי

מנגד, נשקול להעלות את הדירוג אם איגודן יציג שיפור מבני בביצועים התקציביים ושליטה רבה יותר בהוצאות ובהכנסות.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של איגודן מבוסס על השקפתנו על הכלכלה החזקה מאד בגוש דן, המשקפת גם את ההתפתחויות החיוביות בכלכלה הלאומית, ועל המסגרת המוסדית המתפתחת אך מאוזנת שבה פועלים איגודי הערים בתחום הביוב בישראל. הערכת מסגרת זו משקפת את המחויבות הגבוהה של רשות המים לכך שהתעריף המוגדר מראש יכסה את כל ההוצאות, לרבות צורכי מימון. אנו לוקחים בחשבון בדירוג גם את הניהול הפיננסי של איגודן, שאנו מעריכים אותו כהולם, ואת עמדת הנזילות ההולמת. הדירוג נותר מוגבל על ידי הביצועים התקציביים החלשים של האיגוד, על ידי נטל החוב נתמך הישות הגבוה מאד ועל ידי הערכתנו את יכולתו של האיגוד לשנות את תקציביו כמוגבלת.

איגודן נהנה ממסגרת מוסדית יציבה ומהתפתחויות חיוביות בכלכלה הלאומית

אנו רואים את המערכת המוסדית של איגודי הערים בתחום הביוב בישראל, בה פועל איגודן, כמתפתחת אך מאוזנת. עיריות החברות באיגודים הן לרוב הבעלים שלהם ומיוצגות בדירקטוריונים שלהם, אך למיטב הבנתנו אין באפשרותן לעזוב את האיגוד בקלות, והאסטרטגיה והפעילות של איגודי ערים לביוב מוגדרת על ידי הרגולטור הלאומי, רשות המים. הרשות מאשרת את תקציבי האיגודים ואת תכניות ההשקעה והיא קובעת את התעריפים המכסים את ההוצאות של איגודי הערים, שכוללות גם את שירות החוב השנתי.

מערכת זו מקנה לאיגודן נראות טובה של הביצועים הפיננסיים שלו, כפי שמשתקף בתכנון פיננסי מפורט לטווח ארוך, הן בתקציב השוטף והן בתקציב ההון. אנו סבורים כי הגירעונות הגבוהים של איגודן לאחר תקציב ההון משקפים בעיקר את אופי הפעילות מוטה ההשקעות שלו, והם תוצר של תכניות ההשקעה בתשתיות.

אנו מעריכים כי איגודן נהנה מהכלכלה האיתנה בגוש דן, האזור שבו הוא פועל. כיוון שנתון התוצר הגולמי לנפש אינו מחושב עבור רשויות מקומיות או אזורים בישראל, הערכתנו מבוססת על נתון התוצר לנפש הלאומי, אשר עמד בממוצע על 37,700 דולר בשנים 2015-2017, וצפוי להמשיך במגמתו החיובית בשנים הקרובות. נציין כי הכלכלה המקומית אינה תומכת באופן פעיל בביצועים הפיננסיים של איגודן, שכן הרשויות המקומיות, או תאגידי המים שלהן, מחויבות להעביר את התעריפים הקבועים מראש לאיגודן.

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

איגודן נמצא כרגע בשלבי תכנון אחרונים של שלב ההשקעות הבא בפרויקטים, לאחר שהשלים בהצלחה את תכנית ההשקעות השאפתנית הקודמת, עם עיכובים מתונים בלבד בהשוואה ללוחות הזמנים המקוריים, ובמסגרת התקציבית שלה. תכנית ההשקעות הבאה כוללת שני פרויקטים עיקריים. הראשון צפוי להגדיל באופן משמעותי את קיבולת מכון טיהור השפכים, והשני יאפשר טיפול מלא בשאריות הבוצה. כמו בפרויקטים קודמים, הרגולטור כבר עדכן את התעריף הקבוע מראש 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.

שלב ההשקעות הבא ימשיך להכביד על הביצועים התקציביים של איגודן, שייוותרו חלשים. אנו סבורים כי איגודן ישמור על עודפים תפעוליים גבוהים, אך בשל ההשקעות הגבוהות אנו צופים שהוא ימשיך לפעול בשנים הקרובות עם גירעון גבוה לאחר ההוצאות בתקציב ההון, אשר יעמוד בממוצע על 28% מסך ההכנסות בשנים 2018-2020.

גירעונות אלו יובילו להמשך הגידול בנטל החוב, שאנו צופים שיגיע לכ-310% מההכנסות התפעוליות ב-2020, לאחר שיישום תכנית ההשקעות יגיע לשיא ב-2019. מבנה החוב של איגודן כולל כיום רק חוב לזמן ארוך, מדיניות שההנהלה הפיננסית מחויבת לשמר בעתיד, להבנתנו. אנו ממשיכים לראות בנטל החוב יוצא הדופן של איגודן גורם מרסן לדירוג האשראי שלנו.

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

כיוון שאנו לוקחים בחשבון את צורכי המימון הגבוהים של איגודן שעדיין אינם מכוסים במימון מובטח, אנו מעריכים את עמדת הנזילות הכוללת של איגודן כהולמת. ב- 12 החודשים האחרונים עמדו רמות המזומנים של איגודן על כ-88 מיליון ₪, ואנו צופים שלאחר משיכות ממסגרות האשראי הקיימות בשנה הקרובה יעמדו לרשותו עוד כ-210 מיליון ₪. לאחר התאמה לתרחיש הבסיס שלנו ב-12 החודשים הקרובים, אנו צופים כי סכום זה יכסה מעל 120% משירות החוב של איגודן ב-12 החודשים הקרובים, שאנו מעריכים אותו בכ-93 מיליון ₪ (קרן וריבית).

אנו מתחשבים גם במודל 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.

לפי תרחיש הבסיס שלנו, מסגרות האשראי הנוכחיות של איגודן צפויות להספיק למימון צורכי ההשקעות של האיגוד עד סוף 2019. עם זאת, אנו מתחשבים בעובדה שאיגודן עוד לא הבטיח מימון מעבר לשנה זו, ומשקללים זאת לשלילה בהערכת הנזילות שלנו.

אנו מעריכים כי הגישה של איגודן למקורות נזילות חיצוניים היא מספקת, הן עקב הערכתנו שהסקטור הבנקאי בישראל מסוגל להעניק אשראי מספק לאיגוד, 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 "סקירה ענפית: הערכת סיכון ענף הבנקאות בישראל" שפורסמה ב-31 באוקטובר, 2017.

ההתחייבויות התלויות של איגודן נמוכות מאד להערכתנו, וכוללות 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.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- סולמות דירוג והגדרות: 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
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- סולמות דירוג והגדרות: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 14 באוגוסט, 2017
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 26 ביוני, 2017
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

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- Standard & Poor's 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					
שנה	2016	2017e	2018bc	2019bc	2020bc
מטבע	₪	₪	₪	₪	₪
במונחי	**מיליון**	**מיליון**	**מיליון**	**מיליון**	**מיליון**
הכנסות תפעוליות	341	361	397	404	411
הוצאות תפעוליות	174	222	232	238	247
יתרה תפעולית	167	139	165	166	164
יתרה תפעולית (% מהכנסות תפעוליות)	48.8	38.6	41.5	41.2	39.9
הכנסות הון	0	0	0	0	0
הוצאות הון	245	162	282	314	233
יתרה אחרי תקציב בלתי רגיל	(79)	(23)	(117)	(147)	(69)
יתרה אחרי תקציב בלתי רגיל (% מתוך סה"כ הכנסות)	(23.1)	(6.2)	(29.5)	(36.4)	(16.8)
חוב נפרע	15	43	54	63	63
אשראי ברוטו נוסף	150	50	140	210	130
יתרה אחרי אשראי נוסף	56	(16)	(31)	0	(2)
הכנסות ניתנות לשינוי (% מהכנסות תפעוליות)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
הוצאות הון (% מתוך סה"כ הוצאות)	58	42	55	57	49
חוב נתמך רשות (יתרה בסוף השנה)	967	973	1,059	1,206	1,273
עומס חוב נתמך רשות (% מהכנסות תפעוליות מאוחדות)	283.6	269.5	266.8	298.5	309.8
ריבית (% מהכנסות תפעוליות)	7.8	9.4	9.8	10.4	11.4
תמ"ג לנפש (ארצי) (₪)	142,796	145,059	149,260	154,415	159,748

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.

פרטים כלליים (נכון ל-5 במרץ, 2018)

איגודן - איגוד ערים דן לתשתיות איכות הסביבה

דירוג(י) המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך	ilAA+\Stable

היסטוריית דירוג המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

פברואר 28, 2017	ilAA+\Stable
מרץ 22, 2016	ilAA\Positive
אפריל 17, 2013	ilAA\Stable

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע	16:33 05/03/2018
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:33 05/03/2018
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.
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.